



Paradoxes, cindynique et crise financière: Bâle II, juste valeur et efficience des marchés

Véronique Bucquet Lederman

► To cite this version:

Véronique Bucquet Lederman. Paradoxes, cindynique et crise financière: Bâle II, juste valeur et efficience des marchés. Gestion et management. IAE Nice; Université Nice Sophia Antipolis, 2010. Français. <tel-00565869>

HAL Id: tel-00565869

<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00565869>

Submitted on 14 Feb 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université de Nice Sophia Antipolis
Institut d'Administration des Entreprises

ECOLE DOCTORALE DESPEG
CENTRE DE RECHERCHE EN INGÉNIERIE FINANCIÈRE
ET FINANCES PUBLIQUES (CRIFP EA 1195)

**PARADOXES,
CINDYNIQUE ET CRISE FINANCIÈRE :**

Bâle II, juste valeur et efficience des marchés

Thèse
en vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion
présentée et soutenue le 23 Novembre 2010

par

VÉRONIQUE BUCQUET LEDERMAN

JURY

Alain BURLAUD, Professeur au CNAM

Pierre GENSSE, Professeur à l'Université de Toulon

Eric SEVERIN, Professeur à l'Université de Lille 1

Jacques SPINDLER, Professeur à l'Université de Nice-Sophia Antipolis

Robert TELLER, Professeur à l'Université de Nice-Sophia Antipolis,
Directeur de Recherche

REMERCIEMENTS

Les premiers remerciements s'adressent à mon directeur de recherche, Robert Teller, pour avoir été présent et patient durant mes années de doctorat, malgré un emploi du temps très chargé. Il a su m'encourager à garder le cap et à croire en mes capacités bien plus que moi-même, alors que je renâclais devant l'obstacle. Sans lui, rien n'aurait été possible.

Je tiens à remercier les membres du jury de l'intérêt qu'ils ont porté à mon sujet. Je suis reconnaissante à Alain Burlaud et Jacques Spindler de m'avoir fait l'honneur d'être présents lors de l'ultime étape d'une thèse qu'est la soutenance. Je remercie particulièrement Pierre Gensse et Eric Séverin pour avoir accepté d'être les rapporteurs de cette thèse. J'ai également une pensée pour les membres du laboratoire où j'ai pu m'exprimer et échanger sur les thèmes qui me sont chers.

Depuis plus de cinq ans maintenant, j'ai la joie de diriger un Master 2 à l'IAE et à ce titre, je voudrais exprimer ma gratitude envers toute l'équipe pédagogique, à commencer par le directeur de l'IAE, Jacques Spindler, mais aussi Robert Teller, Nadine Tournois, Bernard Olivero, Eric Molay, Dominique Dufour, Inès Abid, Pierre Teller, Aude Deville et David Huron. J'ai une pensée toute particulière pour Guy Tournois qui m'a poussée à me lancer dans l'aventure de la thèse et aussi à mon amie Véronique Pérès, qui me suit de peu dans cette voie difficile qu'est la résolution d'une question de recherche. Je tiens aussi à remercier tout le personnel administratif, pour leur présence, leur gentillesse et leurs encouragements, et particulièrement Philippe Luu pour son aide dans la conception d'un graphique important. Enfin, je remercie tous mes étudiants qui me donnent l'envie d'avancer.

Sur un plan plus personnel, je tiens à remercier ici toute ma famille, parents, frère, belle-famille, amis, Anne JB, Frédérique, Carmen, Laurent et tous les autres. Certains seront là avec moi jusqu'au bout, mais tous seront présents en pensée et dans mon cœur.

Enfin, je dédie ce travail à mon mari Serge et à mes enfants, Aurèle et Samuel, qui ont subi et accompagné mon travail. J'ai entendu les impatiences, pas toujours muettes, qui allaient du plus grand au plus petit ! C'est long une thèse...Le sourire de soulagement incrédule de Samuel et la joie sans borne d'Aurèle à la vue du travail achevé sont déjà une merveilleuse récompense.

SOMMAIRE

Remerciements	3
Introduction	7
Chapitre 1 Le contexte: l'émergence de la problématique	17
1.1 L'IAS 39 et Bâle II : une coïncidence ou une apparence de synergie	18
1.1.1 Les normes IAS/IFRS : le contexte comptable	18
1.1.2 Le Comité de Bâle : le contexte prudentiel	33
1.2 L'effet papillon des <i>subprimes</i> : le contexte de crise	48
1.2.1 La crise des <i>subprimes</i> : retour sur les fondamentaux	49
1.2.2 Des fondamentaux à la titrisation	60
Chapitre 2 Etat des lieux contradictoire autour de la problématique	77
2.1 De la mauvaise conjonction des règles comptables et prudentielles	78
2.1.1 Du rôle des agences de notation	79
2.1.2 Juste valeur contre Bâle II : le débat	89
2.2 Bâle II, la crise financière et la cindynique	107
2.2.1 Bâle II en question	107
2.2.2 Volonté d'approcher le risque zéro	118
2.2.3 Volonté de maîtriser les risques dans un esprit cindynique	125
Chapitre 3 Cadre conceptuel et discussion méthodologique	139
3.1 Le cadre conceptuel	140
3.1.1 Paradoxe et cindynique	142
3.1.2 Efficience des marchés et finance comportementale	155
3.2 Discussion méthodologique	174
3.2.1 Choix de la posture	174
3.2.2 Choix de la méthode	181
3.2.3 Collecte de données	187
3.2.4 Critique des sources	192

Chapitre 4 Les apports et recommandations	198
4.1 les apports	201
4.1.1 Justification de l'observation participante	200
4.1.2 L'observation participante	206
4.1.3 Les apports	214
4.2 Les recommandations	235
4.2.1 Finance et Politique	235
4.2.2 De la gouvernance financière et bancaire	249
Conclusion	261
 BIBLIOGRAPHIE	 265
TABLE DES MATIERES	289
TABLE DES ILLUSTRATIONS	295
TABLE DES ANNEXES	297
Annexes	299

INTRODUCTION

« Qu'est ce qu'un cynique ? C'est un homme qui connaît le prix de tout et la valeur de rien. »

Oscar Wilde 1893¹

Depuis plus de trente ans, il existe une volonté internationale de normaliser les règles comptables et de sécuriser l'environnement bancaire et financier, volonté dont sont issus l'IASC (*International Accounting Standards Committee*), devenu plus tard l'IASB (*International Accounting Board*) et le Comité de Bâle, qui aboutira aux accords de Bâle I, puis Bâle II.

Nous allons démontrer tout au long de cette recherche que nous avons vécu dans un monde du paradoxe, à l'instar de Minsky, comme le paradoxe de la tranquillité (Minsky 1992), notion qui va se développer à l'abri d'un refoulement cindynique (Kervern 2008). La cindynique, qui se veut science des dangers, se nourrit à son tour de la recherche de risque, dans une société, où règne le principe de précaution. Ce travail va donc aborder, sous l'angle du décryptage, le lien entre un événement de type systémique et une approche du danger d'origine industrielle, sur fond de référentiel comptable et de règles prudentielles. Le décor se déplace aussi entre efficience des marchés (Fama 1965) et finance comportementale (Kahneman & Tversky 1979, 1982...), à moins que ces deux concepts ne se rejoignent dans une « conception

¹ L'éventail de Lady Windermere.

autoréférentielle de la finance (Orléan 2004). Cette étude aboutira à dégager des apports et des recommandations à destination des banques, grâce, entre autres, à une longue observation participante.

L'IASB, créé en 1973 par des représentants des professions comptables de grands pays occidentaux, a eu pour mission l'élaboration de normes comptables dans une perspective d'harmonisation internationale. Aujourd'hui, l'IASB est devenu la référence comptable, en particulier à la suite de la décision prise par les instances européennes, le 19 juillet 2002², de rendre obligatoire, à partir du 1er janvier 2005, l'adoption des normes IAS (*International Accounting Standards*) et IFRS (*International Financial Reporting Standards*) pour toutes les sociétés cotées en Bourse et ce au sein de l'Union Européenne.

La faillite de la banque Herstatt en 1974 est le point de départ d'un nouveau contexte économique et financier. Le système bancaire a été pris à contre-pied et a révélé de nombreux problèmes sous-jacents dus au développement spontané du marché international interbancaire, lui-même conséquence directe de l'abandon des accords Bretton Woods. La fin de la convertibilité du dollar en or et le flottement des monnaies, qui devaient apporter stabilité et prospérité, ont vite été synonymes de volatilité, incertitude et gestion incontrôlée. Plus exactement, les marchés et les activités bancaires, via le marché des eurodevises, faisaient passer les transactions au plan international, alors que la gestion des intervenants et le suivi des opérations restaient au plan national. Suite à cette crise, des valeurs traditionnelles reviennent au goût du jour, comme à chaque période de risque systémique. Par exemple, l'ancienne notion du prêteur en dernier ressort, *Lender of last resort*, (Thornton, 1802 ; Bagehot, 1873 ; Hawtrey, 1932)³ a repris de l'intensité avec la crise financière de 2007-2008, comme elle l'avait fait déjà en 1974. De nombreuses mesures ont été édictées pour assurer la sécurisation du dénouement des opérations bancaires.

² Le Règlement (CE)1606/2002 sur l'application des normes comptables internationales adopté par le Parlement Européen et le Conseil le 19/07/02. Règlement modifié le 23 janvier 2009 CE 68/2009 & 69/2009.

³ In D.Leidler (2003), *Two views of the lender of Last Resort : Thornton and Bagehot*, Cahiers d'Economie Politique, 2003/2 n°45, publié par www.cairn.info.

Aujourd'hui, les résultats des sociétés cotées sont publiés en application des normes comptables. Et déjà le règlement européen du 19 juillet 2002 a subi des modifications et des amendements en janvier 2009. Il a fallu attendre cependant la fin de l'année 2005 pour avoir une lecture claire et européenne des deux normes qui posaient problème : la norme IAS 32 et la norme IAS 39.

La norme, la plus controversée, l'IAS 39, « Instruments financiers : Comptabilisation et Evaluation »⁴, est devenue polémique du fait de l'introduction du concept de juste valeur. Les banquiers, les trésoriers d'entreprise et les compagnies d'assurances ont dénoncé la juste valeur, sous prétexte qu'elle introduirait de la volatilité dans les fonds propres. La crise financière relance le débat où l'on retrouve les banques, aujourd'hui en manque de fonds propres du fait de la combinaison des pertes issues de la titrisation, de la juste valeur et de la mise en place d'un ratio bancaire plus exigeant.

Ce ratio, dit MacDonough, du nom du Président du Comité de Bâle, plus restrictif que le ratio Cooke, est en place depuis janvier 2008, après une année de transition. Les travaux du Comité de Bâle voulaient encadrer la propension naturelle des banques à attribuer du crédit. La tendance est d'harmoniser, globalisation oblige, mais ce lissage universel paraît d'un autre côté parfois illusoire. L'application du principe de prudence tend à rassurer les participants, tant professionnels que privés. Mais où en sommes-nous ? La transparence, la lisibilité recherchées vont-elles conduire à un monde sans risque ? Un monde sans risque serait un monde sans finance, ce qui n'est assurément pas l'effet recherché, mais un monde où les risques seraient mieux maîtrisés. Les faillites bancaires réelles ou évitées à coup de perfusion d'argent public, éphémères, voire insuffisantes (Shiller 2008), semblent indiquer que le danger est venu de là où on ne l'attendait pas.

Les normes comptables et le ratio MacDonough, tout en visant le même but, n'ont pas fait l'objet de concertations suivies. On harmonise, mais chacun dans son pré carré. Au moment de la mise en place des règles comptables et bancaires, certains s'en sont émus. Une coordination plus poussée entre l'IASB et le *Basel Committee for Banking*

⁴ « IAS 39 : *Financial Instruments : Recognition and Measurement* »

Supervision aurait-elle été de taille à enrayer la faillite de la Banque Lehman Brothers ? Les faillites doivent-elles ponctuer l'histoire de la finance ? Les réponses réglementaires sont toujours à posteriori, alors que les concepteurs des normes et de Bâle II voulaient agir en amont.

Si l'on reprend l'idée que la finance n'existe pas sans risque, et que le niveau de risque détermine le niveau de rendement, on se trouve confronté à un paradoxe entre la volonté de gain d'une part et la tentation du risque zéro d'autre part. La cindynique, science des dangers, institue un principe de veille stratégique, puisque un danger est d'autant mieux maîtrisé qu'il est anticipé. Y aurait-il eu erreur d'anticipation ?

Et même si, de manière illusoire, les marchés nous sont apparus moins volatils que précédemment, du fait de la présence de la monnaie unique, du pacte de stabilité des prix et de la volonté politique affichée d'éviter des secousses trop fortes, il est clair que les marchés connaissent toujours des mouvements d'une grande ampleur. Les politiques des Banques Centrales qui baissent et montent les taux d'intérêt en fonction de l'état de l'économie imposent, de manière inéluctable, un risque de taux. Le mouvement de yoyo des taux d'intérêt aux Etats-Unis a eu pour conséquence de déclencher la crise des *subprimes*.

0.1 PROBLEMATIQUE DE LA THESE

Cette thèse va dès lors s'interroger sur les liens entre la crise financière de 2007-2009, l'IAS 39 et les accords de Bâle II dans une approche cindynique sur fond de paradoxe. Dans quelle mesure les dispositifs comptable et réglementaire nous ont donné l'illusion que nous contrôlions les risques, par exemple le risque de taux avec les *stress tests*, alors que le danger est venu de la conjonction de ces mêmes dispositifs et de tous les produits structurés, qui se trouvaient justement hors champ d'application. Le travail réalisé pour cette thèse a pour objet de comprendre pourquoi on en est arrivé là et d'essayer de s'éloigner de la spirale qui nous menace encore, en allant jusqu'au cœur des marchés financiers.

Notre champ de recherche commence par l'IAS 39 et la juste valeur telle qu'elle est décrite dans cette norme. Avant les normes édictées par l'IASB, on pouvait dire qu'il existait un véritable fossé entre la pratique comptable et la réalité de marché. Ce constat couvre les entreprises, dont les banques, qui, depuis l'apparition des produits dérivés par exemple, traitent et cotent des produits parfois très complexes à plusieurs étages : les options de taux sur futures, qui se rapportent à un sous-jacent de trésorerie, pour illustrer les multiples niveaux d'intervention. Cela dit la création financière va plus vite que la rédaction des règles prudentielles. Nous aborderons plus loin les produits structurés.

La norme sera mise en parallèle avec le ratio Mac Donough et les nouvelles exigences de fonds propres. En effet, les fonds propres doivent être suffisamment élevés pour couvrir le risque crédit, objet de Bâle I et du ratio Cooke, le risque de marché, inclus dès 1996 dans la *Capital Adequacy Directive*, et le risque opérationnel, innovation des accords de Bâle II. Tous les travaux du Comité de Bâle et des superviseurs nationaux ont convergé vers la simple idée qu'il fallait assez de fonds propres et que tant qu'il y avait des fonds propres, on était à l'abri des faillites. C'était oublier le simple fait de la dépréciation des fonds propres en cours de route...

Notre recherche a dès lors pour cadre conceptuel la crise financière dans une approche cindynique, ou la volonté d'appréhender un monde à risque zéro. Le risque n'est alors pas le risque rémunérateur de l'investisseur, qui est récompensé du fait de porter un risque, mais le risque zéro faillite.

Tout est sous contrôle tant qu'on est dans le monde connu des instruments financiers tels que décrits par l'IAS 32 : « Tout contrat qui représente un actif financier pour une entité et un passif financier ou un instrument de capitaux propres pour une autre entité est de fait un instrument financier ». L'éventail de produits financiers couverts est large, mais il ne comprend pas toute une série de produits, regroupés sous le terme générique de produits structurés, qui vont de l'ABS⁵, MBS⁶, aux CDO⁷, CDS⁸...Ces

⁵ *Asset Back Securities*

⁶ *Mortgage back Securities*

⁷ *Colaterallised Debt Obligation*

⁸ *Credit Default Swap*

produits structurés se retrouvent résumés par la notion de titrisation, que nous verrons plus loin.

Dans la mesure où les outils réglementaires, comptables et prudentiels, réputés forts, sont en place, on a alors l'illusion d'être à l'abri d'un risque majeur de faillite : les banques centrales nous confortent encore plus dans cette croyance. Ce phénomène de confort psychologique peut s'apparenter à de nombreux ressorts de la finance comportementale. Les directions générales des banques, bercées par l'euphorie générale des résultats, ne voient pas le danger. Ils ont des bénéfices et des fonds propres en trop⁹. Nous sommes en pleine « sur confiance », notion que nous développerons. Les marchés sont efficaces et les banques se permettent le luxe de se sentir elles-mêmes efficaces, en réinventant Fama¹⁰ et une sorte de *Management efficiency*¹¹. Dès lors, comme nous allons le démontrer, l'IAS 39 et Bâle II ne sont pas seuls en cause. Ils ont contribué au confort moral, voire à l'inconscience des banquiers qui dirigent les grands établissements financiers, les rendant d'autant plus vulnérables.

Il est un dernier point qu'il faut soulever : le sujet de cette étude est en perpétuelle évolution. Nous en sommes conscients. Cela en fait l'intérêt, mais représente aussi un danger. De nombreux événements ont surgi, comme la crise grecque, que nous avons essayé d'intégrer à chaque fois. Bâle II devient déjà dans le langage Bâle III et l'IAS 39 prend l'acronyme d'IFRS 9. Les *stress tests* vont succéder à d'autres *stress tests*. L'administration américaine a fait passer un texte, en juillet 2010, qui rejoint quelques recommandations, mentionnées ici, comme le passage de certains produits dérivés, des marchés de gré à gré à ceux organisés, parmi eux les *Credit Default Swaps*. Pourtant, il faudra mettre un point final à cet écrit : l'horizon temps s'arrête en principe à l'été 2010, en n'excluant pas l'éclairage de l'un ou l'autre fait saillant.

⁹ Cf plus loin la QIS 5

¹⁰ MEH : *Market Efficiency Hypothesis*, E.Fama 1965.

¹¹ Expression tirée d'un article de F.Peterson, en 1947 : *Management efficiency and collective bargaining*, Industrial and Labor Relations Review.

0.2 PLAN DE LA THESE

La thèse comprend une introduction, quatre chapitres, eux même divisés en deux grandes sous parties.

Le chapitre 1 plante le décor contextuel qui voit l'émergence de la problématique. Ce chapitre se divise en deux grandes parties, la première dédiée à la convergence des réformes comptables avec les IAS/ IFRS et des règles prudentielles bancaires avec Bâle II, qui prend l'apparence d'une coïncidence. Cette coïncidence est même porteuse de synergies dans un premier temps. Elle contribue à alimenter le paradoxe de la sécurité qui va être un des grands thèmes de la présente recherche, paradoxe qui va s'auto-alimenter et se nourrir d'une crise financière redoutable. Dans un deuxième temps, nous abordons l'effet papillon des *subprimes*. On analysera successivement les causes et origines de la crise des *subprimes* d'un point de vue macroéconomique (Artus & alii 2008, Eichengreen 2008, de la Rosière 2008...) mais aussi nous étudierons les mécanismes de l'innovation financière pour finir par décortiquer la titrisation, dans sa forme initiale et dans sa forme dérivée, avec son cortège de produits structurés.

Le second chapitre, dans la continuité de ce qui précède, fait place à la littérature autour des polémiques qui sont à l'origine de la problématique. Il s'agit confronter les points de vue, en passant par les agences de notation et la juste valeur, avec au centre le débat pour ou contre la *fair value* (Escaffre et alii 2008). Quel est alors le diagnostic quant à la rivalité, - on ne parle plus de synergie entre règles comptables et prudentielles - entre les nouveaux référentiels ? Quel va être l'avenir de l'IAS 39, quels sont les aménagements à apporter ? Bâle II est moribond, mais Bâle III n'est pas encore né. Pour aller encore plus loin, nous tissons les liens entre Bâle II, la crise financière et la cindynique (Danielsson et alii 2001). Bâle II est remis en cause du fait de ses lacunes et du risque de modèle, que l'on retrouve d'ailleurs dans la juste valeur. La cindynique, science des dangers, est aussi la volonté, tous domaines confondus, de vivre avec un risque zéro, dont le corollaire est le principe de précaution tel qu'illustré, par exemple dans les problèmes sanitaires ou alimentaires. Les *stress tests* et les

différentes *Quantitative impact Studies*¹² vont conforter les responsables financiers dans l'idée que tout va bien, sans mesurer le dérapage des produits structurés.

Le chapitre 3 dessine le cadre conceptuel du présent travail et pose les choix épistémologique et méthodologique, sous forme de discussion. Au niveau des concepts, nous allons développer la notion de paradoxe chez Minsky (1975), puis chez Borio et Lowe (2002), qui va se transformer en fonction des acteurs. Nous aboutissons alors à la cindynique (Kervern 1995, 2005), qualifiée de financière. L'autre couple de concepts que nous présentons se présente plutôt de manière antinomique : l'efficience des marchés (Fama 1965) contre la finance comportementale (Kahneman & Tversky 1979- 1991- 2000, Orléan 2004, Shiller 2008, Read 2009). Puis nous argumenterons un certain nombre de choix méthodologique et épistémologique. Nous partons de la posture positiviste aménagée (Miles & Huberman 1991) et nous justifions la méthode qualitative au travers de l'observation participante (Peretz 1998, Wacheux 1996, Thietard 2003). Nous passons en revue les données, leur collecte et les critiques qui pourront émaner de ces données.

Le chapitre 4, dernière étape de cette recherche, est consacré aux apports et aux recommandations, basés sur l'observation participante de plusieurs années de l'auteur dans les marchés. Les différentes étapes de la démarche de l'observateur seront décrites et nous avancerons pas à pas vers les résultats, qui seront reliés à la cindynique, à la finance comportementale et à la gouvernance des banques. Comprendre la crise financière est d'abord une démarche politique au sens de l'organisation de la cité. Mais c'est avant tout en termes managériaux qu'il faut utiliser cette réflexion : les banques ont pour fonction de faire du profit et d'être rentables à ce titre, mais elles doivent revoir leur gouvernance dans le cadre plus vaste d'une gouvernance internationale repensée. Qui dit finance comportementale dit étude du mimétisme, de la rationalité « autoréférentielle » (Orléan 2004), des « esprits animaux » (Akerlof & Shiller 2008), du *fear factor* (Read 2009)... On observe le sentiment de « sur confiance » des dirigeants jusqu'en janvier 2008 et la « sur réaction » des marchés surtout à partir de septembre 2008. Pourquoi ces deux dates ? Janvier 2008 est le moment où le pire des *subprimes* est passé, semble-t-il. La crise

¹² Les QIS sont réalisées par le Comité de Bâle (BCBS) depuis 2001.

reste dans les esprits encore fondamentalement américaine, même si des craquements apparaissent, comme avec Bear Stearns. Mais la Société Générale annonce des pertes sur les *subprimes* et sur les marchés (4,9 Milliards d'Euros). C'est l'affaire Kerviel qui commence. En septembre 2008, la faillite de Lehman's Brothers met les marchés, les dirigeants bancaires et politiques au pied du mur. Tout ce qu'ils avaient cru pouvoir éviter et voulu obérer s'est trouvé concrétisé par cette faillite. La disparition de la banque allemande *Herstatt*, à l'origine même de la création du Comité de Bâle, véritable traumatisme des marchés dans les années 70, recommençait en pire ! On soulignera l'antagonisme avec l'efficience des marchés et le lien par contre avec l'épistémologie cindynique. Au rang des recommandations, nous évoquerons l'attente légitime d'un superviseur à vocation internationale et nous arriverons alors à la gouvernance des banques qui fait l'objet d'interrogations après un tel désastre. Notre conclusion verra la formulation d'un certain nombre de conseils, destinés à la communauté bancaire.

CHAPITRE 1

LE CONTEXTE : L'EMERGENCE DE LA PROBLEMATIQUE

Tout est parti de la conjonction des normes comptables et prudentielles. Il ressort de ces deux grands chantiers, une volonté de transparence, d'harmonisation à destination des investisseurs. Les investisseurs sont la cible de la période de l'avant crise. Si l'investisseur a toutes les cartes en mains pour prendre de bonnes décisions, les marchés financiers vont être assainis, ainsi que l'économie et le monde globalisé dans lequel nous vivons. A ce stade, nous étions déjà conquis par l'ampleur de la réflexion à mener autour des deux grands pôles comptables et réglementaires. Mais, la crise de 2007 a surpris par son ampleur et la réplique de 2008 a provoqué une profonde rupture au sens donné par Lagadec en 2002, à savoir une crise démultipliée. Comment avons-nous pu nous laisser surprendre à ce point ? D'où est venue l'erreur ? Le nouveau référentiel comptable et le cadre prudentiel rénové sont-ils à ce point mal définis pour nous retrouver au bord du gouffre systémique ? Nous allons donc étudier le contexte comptable et prudentiel dans un premier temps, puis nous planterons le décor de crise proprement dit, pour nous placer, comme en architecture, en perspective.

1.1 L'IAS 39 ET BÂLE II : UNE COÏNCIDENCE OU UNE APPARENCE DE SYNERGIE ?

*« What we, policymakers, can do, and should aim at, is to ensure that the macroeconomic policies we pursue and the regulatory framework we design do not exacerbate cyclical fluctuations, and that, when financial imbalances and market excesses emerge and are identified, we have the appropriate tools to address them in an effective manner »*¹³

Lucas Papademos Février 2009

Dans le présent chapitre, nous allons volontairement être descriptifs pour poser le cadre de nos futures réflexions, de nos débats à venir et pour permettre de poser la trame, le fil rouge de ce travail de recherche. Nous avons vécu une illusion de sécurité, qui relève du paradoxe, et ce paradoxe s'est auto-alimenté par la cindynique financière, ou plutôt par le refus de voir le danger, baigné par un sentiment de « sur confiance ». Tous ces points feront l'objet de développements ultérieurs. Notre point de départ est le nouveau référentiel comptable, de son origine historique jusqu'à sa norme la plus contestée, l'IAS 39 et la juste valeur. La deuxième étape de ce panorama est l'histoire parallèle du Comité de Bâle et des accords successifs qui régissent le monde bancaire.

1.1.1 LES NORMES IAS/IFRS : LE CONTEXTE COMPTABLE

1.1.1.1 L'ORIGINE DES NORMES

Le début des années 70 a été riche en événements et en création. De la fin du système de Bretton Woods, à l'apparition des premiers contrats futures portant sur des actifs sous-jacents financiers à Chicago, de la faillite de la banque Herstatt à la création de

¹³ Discours de M. Lucas Papademos, Vice Président de la Banque Centrale Européenne au dîner annuel de la *Society of Business Economists*, Londres, 11 Février 2009.

« Nous les décideurs, ce que nous pouvons faire, et devons avoir pour but, est d'assurer que les politiques macroéconomiques que nous poursuivons et que les cadres réglementaires que nous dessinons, n'exacerbent pas les fluctuations cycliques. De plus, quand les déséquilibres financiers et les excès des marchés apparaissent et sont identifiés, nous devons avoir les outils appropriés pour y faire face d'une manière efficace ».

l'IASC (*International Accounting Standards Committee*), le monde financier ressent le besoin de se restructurer sur le plan financier.

L'histoire de l'IASC est celle d'un organisme privé, fondé en 1973 par des professionnels de la comptabilité. Cette structure, qui n'est pas issue du monde politique et qui n'a donc pas de pouvoir « coercitif » (Walton 2001), va chercher à se créer une légitimité par les soutiens qu'elle obtiendra au cours de son histoire (Colasse 2004). Une grande partie de sa rhétorique s'appuie sur le triptyque : compétence, impartialité et indépendance.

L'IASC a été créé par Henry Benson, un associé du bureau londonien de Coopers and Lybrand. L'idée était de faire converger les référentiels nationaux, à travers l'édition de normes pour atteindre l'harmonisation, concept souple qui admet des diversités dans les pratiques, mais qui établit des équivalences. Ce sont donc les organisations professionnelles de différents pays (Allemagne, Australie, Canada, Etats-Unis, France, Japon, Mexique, Pays Bas, Royaume Uni et Irlande) qui se réunissent le 29 juin 1973 pour donner naissance à l'IASC. En 1974, ce sont la Belgique, l'Inde, le Pakistan et le Zimbabwe qui les rejoignent. A ce stade, il faut remarquer que parmi les participants, les référentiels en présence sont d'un côté anglo-saxon et de l'autre côté, continental européen. L'IASC n'a pas le pouvoir d'imposer les normes, sauf à être relayées par les professionnels, et dans la mesure où elles n'entrent pas en contradiction avec les normes nationales.

Le pouvoir de l'IASC est donc d'abord un pouvoir d'influence qui gagne sa première reconnaissance internationale quand l'IFAC (*International Federation of Accountants*) lui octroie, en 1982, le titre de normalisateur mondial (*global accounting standard setter*). L'IFAC, créé en 1977, rassemble les professionnels de l'audit d'un grand nombre de pays et est dédié à la promotion des normes internationales de l'audit et à la formation des auditeurs. Par exemple, René Ricol est un ancien président de l'IFAC (2002-2004) et est nommé médiateur du crédit¹⁴, désigné par le Président de la République française, rôle qui lui a été confié pour surveiller l'obtention de crédits,

¹⁴ René Ricol a été nommé en octobre 2008, il a été remplacé en 2009 par Gérard Rameix. Source : <http://www.mediateurducredit.fr/site/Actualites>

alors que la crise financière déclenchée en 2007 et 2008 a eu pour conséquence, entre autre, de provoquer un très fort resserrement du crédit qui devient la préoccupation principale des entrepreneurs en 2009¹⁵. Nous reprendrons cet aspect en particulier, en analysant les volumes un peu plus loin dans ce chapitre.

L'IFAC permet d'accroître le pouvoir de l'IASC et d'ouvrir l'organisation aux pays en voie de développement. Pour souligner encore la coopération entre les deux institutions, un accord est signé en 1983, par lequel tous les membres de l'IFAC deviennent membres de l'IASC. En janvier 2000, il compte 143 organismes membres et deux affiliés pour 104 pays. La France, par exemple, y figure au titre de l'Ordre des Experts Comptables (OEC) et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC).

Cela dit, l'IASC continue d'être l'objet de questionnement en particulier sur son pouvoir réel et sa base démocratique. Et c'est à nouveau le soutien d'une grande organisation internationale qui va permettre à l'IASC de perdurer : il s'agit de l'IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*), dont le siège est à Madrid.

L'IOSCO rassemble au niveau mondial l'ensemble des autorités de marchés financiers nationaux, dont la *Security Exchange Commission* américaine et l'ancienne COB (Commission des Opérations de Bourse), devenue AMF (Autorité des Marchés Financiers). Cette équipe de super-gendarmes rayonne par son influence et grâce à la présence de membres prestigieux, mentionnés ci-dessus. L'IOSCO est chargé de promouvoir des normes destinées à rendre plus aisé le développement des opérations internationales sur instruments financiers et des normes comptables qui vont avec.

L'IASC a changé de nature avec la signature, en 1995, des accords avec l'IOSCO, qui était considéré au départ comme un concurrent, accords aux termes desquels l'IASC doit présenter des normes complètes pour les entreprises désireuses de se faire coter à l'étranger, d'ici 1999. L'IASC, toujours organisme de droit privé, représente alors une

¹⁵ Selon le "2009 Ernst & Young Business Risk Report", publié par Ernst & Young, en collaboration avec la société de conseil stratégique Oxford Analytica, le resserrement du crédit devient une préoccupation majeure des entreprises dans l'approche de leurs risques stratégiques.

alternative politique à l'hégémonie américaine. Auparavant, et dans l'attente des normes IAS, certaines entreprises européennes avaient pris l'initiative de passer aux US GAAP, pour pouvoir être cotées aux Etats-Unis. Ce nouvel objectif fait passer l'IASC de l'harmonisation à l'innovation. Il ne part plus de l'existant, mais édicte des normes encore non appliquées dans les pays concernés.

Pour compléter ce tableau des débuts, il faut dire que l'IASC a pris appui, de manière récurrente, sur le triptyque déjà mentionné : la compétence, l'indépendance et l'impartialité. Et cette volonté triple est à l'origine de la reconnaissance de l'institution en tant que telle. Cependant, si la compétence est certes indiscutable, puisque nous sommes en présence de professionnels hautement qualifiés, si l'impartialité est déontologiquement imposée, l'indépendance reste à discuter. Trop d'indépendance tue l'indépendance. Un organisme politique se voit remis en cause régulièrement, via le processus du vote, mais là, cet organisme n'est justement pas politique, et où est alors la remise en cause ? Une crise financière mondiale est peut-être un droit de regard un peu lourd à payer.

1.1.1.2 MODE DE FONCTIONNEMENT : DE L'IASC A L'IASB

Quelle est la relation qui s'établit alors entre l'Union européenne et l'IASC ? La réflexion comptable n'est pas absente au niveau européen, puisque certains pensent qu'il doit y avoir l'équivalent de l'IASC en base européenne. Mais la mise en route de l'Euro occupe le terrain et l'harmonisation comptable passe au second plan.

L'IASC continue d'accroître sa zone d'influence, après l'IFAC, l'IOSCO, c'est l'Union européenne. L'avantage de l'IASC est de permettre une alternative aux normes anglo-saxonnes, de prendre le relais européen et de normaliser l'Union, voire d'apparaître comme une sorte de référence universelle. La Commission, en 2000, sous-traite la normalisation comptable et préconise l'application des normes IAS/IFRS pour les sociétés européennes cotées à partir du 1er janvier 2005. Il est à noter qu'il y a une différence entre normalisation et harmonisation (Colasse 2004). La normalisation suppose que les normes sont normalement appliquées dans un espace donné, par exemple l'espace européen. L'harmonisation est une forme plus allégée de

la normalisation, puisqu'harmoniser est mettre ensemble des normes différentes, en leur permettant de coexister en créant des passerelles ou des équivalences.

La conséquence logique au niveau européen est la mise en place d'un mécanisme d'approbation, qui est un organe politique : il s'agit du Comité de Réglementation Comptable européen (CRCE), composé de représentants des pays de l'Union. La Commission, pour accepter une norme IAS, prend l'avis du CRCE qui se prononce par un vote à la majorité qualifiée. Quand une norme est approuvée, la Commission prend toutes les mesures pour veiller à son application. Enfin, pour compléter le dispositif, la Commission bénéficie d'un soutien de la part des professionnels grâce à un comité technique baptisé EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). C'est au cours de la séance de juillet 2003 que l'ensemble du référentiel IASB a été présenté au CRCE et que les deux normes IAS 32 et 39 ont été rejetées. Nous aborderons ce point un peu plus loin.

Dès 2000, les objectifs de l'IASC sont au nombre de trois :

- Développer un corps unique de normes comptables de qualité, compréhensible et respecté, ce qui suppose une information financière de haute qualité, avec pour corollaire la transparence et la comparabilité. Les cibles sont les acteurs des marchés financiers mondiaux, pour faciliter la prise de décision économique.
- Promouvoir les normes et leur application précise.
- Travailler dans le sens d'une harmonisation et d'une convergence des normes nationales et internationales, dans le sens de l'excellence.

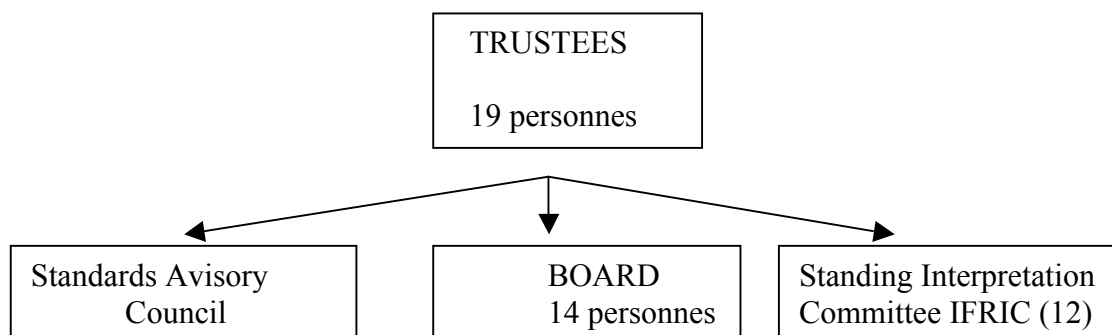
A partir de 2001, L'IASC prend la forme juridique d'une fondation. Une nouvelle structure est mise en place avec deux pôles importants: les trustees et l'IASB (*International Accounting Standards Board*).

On compte 19 Trustees, et leur désignation suit des quotas géographiques. Il doit y avoir au moins 6 représentants européens, 6 nord-américains et 4 de la zone Asie-Pacifique. Les 3 derniers permettent d'assurer un équilibre géographique. D'autre part,

5 membres sont nommés par l'IFAC, avec des exigences de qualification professionnelle, nommés pour trois ans et renouvelables une fois.

Les Trustees ont pour mission de désigner les membres des trois autres instances *Standard Advisory Council*, *Board* et *Standing Interpretation Committee* (IFRIC), de définir la stratégie de l'IASC, de voter le budget et de procéder à tout acte fondamental concernant la fondation.

1.1 Organisation de l'IASB



Le *Board* se compose de 14 membres dont 12 à temps plein, et il assure une liaison avec les différents normalisateurs nationaux, grâce à 7 membres désignés en son sein. Il est chargé d'approuver les normes IFRS, les *Exposure Drafts* (ED) et les *International Reporting Interpretations* (IFRIC). A partir du moment où l'IASC qui publiait des normes IAS est devenu une fondation, et que l'organe normateur est devenu l'IASB, les normes IAS ont pris la dénomination IFRS.

Le *Standard Advisory Council* (SAC) est un conseil consultatif fondé en 1995, composé de 45 membres nommés pour trois ans renouvelables ; il donne son avis sur les principaux projets de normes et sur l'agenda.

Enfin, le *Standing Interpretations Committee* (SIC), fondé en 1997, composé de 12 membres, nommés pour trois ans par les Trustees, est chargé d'apporter des précisions quant à l'application des normes. En 2002, le SIC est devenu l'IFRIC (*International Financial Reporting Interpretation Committee*) avec une compétence plus élargie,

puisque au delà de l'interprétation des normes, il peut donner des orientations ponctuelles en dehors des IAS/IFRS.

Pour conclure sur cet aspect technico-historique, il faut ajouter que le processus qui aboutit à l'adoption d'une norme est long et complexe. Le *Board* crée un groupe de travail qui va étudier un domaine à normaliser. Le groupe analyse l'existant en la matière et constate si le référentiel s'inscrit dans le cadre conceptuel. Puis, après soumission au *Board* des travaux, il est chargé d'un avant-projet. S'ensuit un processus itératif entre le *Board* et le groupe. L'étape suivante est la préparation d'un exposé sondage (*Exposure draft*) qui est publié pour être commenté. Enfin, après réception des commentaires, le *Board* va adopter, modifier ou retarder la publication de la norme. Si le texte est adopté, il fera l'objet d'une approbation officielle en séance plénière. Comme tout texte officiel, une fois publiée la norme devient applicable sous le label IFRS.

1.1.1.3 LES GRANDS PRINCIPES

Une fois le contexte de cette nouvelle « grammaire comptable »¹⁶ posé, nous allons étudier la norme qui a déchaîné le plus les passions, à savoir l'IAS 39, intitulé « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation », et nous mentionnerons aussi l'IAS 32, intitulé « Instruments financiers : présentation ».

Dès le début, ces deux normes ont connu des difficultés de mise en application et ont été retardées dans leur application et leur lecture par rapport au bloc constitué par les autres normes. L'IAS 39 a été modifiée en dernier lieu en octobre 2008¹⁷, pour répondre à la crise financière et permettre à de nombreuses banques d'atténuer les pertes. Par exemple, le communiqué de presse du Crédit Agricole (AWP/AFP 04/03/2009) reprend une phrase qui est maintes fois citée, dans des communiqués de presse similaires : « En application de l'amendement de la norme IAS 39, il [Crédit Agricole SA] a ainsi transféré 12 milliards d'euros d'actifs auxquels une décote de près

¹⁶ Expression empruntée à René Ricol.

¹⁷ IASB a publié l'amendement à l'IAS 39 le 13/10/2008, repris au niveau européen CE n°1004 /2008 du 15/10/2008.

de 500 millions d'euros aurait dû être appliquée.». Ce sont aussi ces deux normes qui traitent des instruments financiers. Enfin, c'est aussi par rapport à ces deux normes que les banques, banques centrales en tête, ont le plus réagi.

Harmonisation, transparence, renforcement du contrôle, et voilà les banques passées à la loupe des nouvelles normes. Mais au delà de l'aspect comptable et technique, il s'agit d'un véritable jeu de pouvoirs à plusieurs étages, et l'arme, destructrice ou non, est bien l'IAS 39. Le pouvoir des banques centrales sur les banques privées, les banques privées entre elles, les trésoriers d'entreprises contre les trésoriers de banques, sont les composantes de ce débat féroce.

Les normes présentent quatre caractéristiques principales qui constituent un changement profond dans l'approche financière des banques : la juste valeur, l'abandon du principe de prudence, la comptabilité d'intention et la comptabilisation des produits dérivés (Dupré et Dumontier 2006).

Le premier des quatre principes fondamentaux est celui de la juste valeur. Cette idée de *fair value* est toujours au centre de nombreuses polémiques. La juste valeur voit la consécration de la valeur marchande au détriment du coût historique. Autrement dit, même si l'usage du coût historique persiste dans certains cas, la notion de valeur marchande devient le mode d'évaluation de référence pour les instruments financiers. La norme impose l'adoption de la juste valeur pour certains instruments, elle l'autorise pour la plupart des autres. Un établissement a donc la possibilité de valoriser tout ou partie de son bilan à la juste valeur, moyennant le respect des trois règles incontournables suivantes. La juste valeur doit être considérée comme fiable. Si la banque décide de pratiquer la juste valeur, elle doit le faire dès l'enregistrement initial de l'instrument, et, dernier point, ce choix prend un caractère irrévocable.

L'amendement, compte tenu de la crise financière, implique le reclassement des produits de marché, rendus illiquides et volatils par la crise, en actifs ayant vocation à être conservés jusqu'à échéance. Ce texte permet ainsi de ne plus enregistrer de dépréciations qui plombent les résultats des banques déjà en mauvais état. « Sur le terrain des reclassements d'actifs, la palme revient sans conteste aux banques

allemandes. Celles-ci ont utilisé, sans vergogne, les facilités offertes par la version assouplie de la norme comptable IAS 39, dès le troisième trimestre 2008¹⁸».

Le deuxième principe est celui de l'abandon du principe de prudence, qui est une règle traditionnelle en comptabilité. Avant les normes, le principe de prudence imposait le traitement uniquement des moins-values latentes, les plus-values latentes étant ignorées. Au contraire, aujourd'hui, plus- et moins-values sont traitées de la même manière.

Le troisième point à souligner est que les normes inventent la comptabilité d'intention. Donc ce n'est pas tant la nature de l'instrument financier qui est pris en compte que les objectifs de sa détention ou encore de son émission qui va déterminer le traitement comptable. En effet, un actif qui sera détenu jusqu'à son échéance finale et déclaré comme tel, ne devra pas faire l'objet d'une évaluation à la juste valeur : exception faite des reclassements d'actifs désormais possibles par temps de crise.

Enfin, les normes imposent la comptabilité de tous les dérivés, quelle que soit leur nature ou l'objectif d'intention. Cela dit, on distinguera les dérivés de transaction qui font ressortir un risque de marché, comme n'importe quelle position de marché, et les opérations de couverture. Pour ces dernières, on prend en compte les variations de la position couverte et de l'instrument de couverture. Cela suppose une identification du cash et du dérivé correspondant, pour former une sorte d'entité économique. Si la couverture est efficace, le résultat global de l'unité ainsi créée doit être nul, les pertes compensant les gains et vice versa. La couverture se justifie par un haut degré de probabilité. Enfin, l'efficacité de la couverture doit présenter un caractère fiable et non aléatoire.

¹⁸ Article l'Agefi février 2009 : « *Les banques bénéficient de l'assouplissement des normes comptables* » Antoine Landrot.

1.1.1.4 L'IAS 32 & L'IAS 39

Maintenant analysons d'un peu plus près, les deux normes. L'IAS 32 porte la dénomination, « Instruments financiers : présentation ». La présentation traite de la classification des instruments financiers, de celles des intérêts, dividendes, profits et pertes relatifs à ces instruments et des circonstances permettant de compenser actifs et passifs financiers. L'information concerne le montant, l'échéance et le degré de certitude des flux de trésorerie, en rapport avec les instruments financiers et leur comptabilisation.

L'IAS 32 considère que tout contrat qui représente un actif financier pour une entité et un passif financier ou un instrument de capitaux propres pour une autre entité est de fait un instrument financier. Cela a pour conséquence que l'instrument est un actif financier, s'il octroie le droit contractuel de recevoir de la trésorerie ou d'autres instruments. L'instrument peut être aussi une dette financière, s'il entraîne une obligation contractuelle de remettre de la trésorerie ou tout autre instrument financier ; c'est un instrument de capitaux propres s'il offre un intérêt résiduel dans les actifs d'une entité après déduction de tous ses passifs ; c'est enfin un instrument de dérivé, s'il ne requiert pas d'investissement initial important et si sa valeur évolue en fonction d'un sous-jacent. Cette définition étend de manière considérable la notion d'actif financier, puisque, grâce à cette nouvelle lecture, aux prêts, placements et actions d'autres entités, s'ajoutent des créances commerciales et des liquidités.

L'IAS 32 a été modifié le 21 janvier 2009 : Règlement (CE) n° 53/2009 de la Commission modifiant le règlement (CE) n° 1126/2008 de la Commission portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne la norme comptable internationale IAS 32 et la norme comptable internationale IAS 1. Cette modification intervient en particulier suite aux amendements d'octobre 2008 sur l'IAS 39.

L'IAS 39 a pour intitulé : « Instruments financiers : Comptabilisation et Evaluation ». Cela couvre les problèmes de valorisation, les conditions de décomptabilisation des instruments, à l'occasion de leur remboursement, cession ou transfert. Enfin, la notion de comptabilité de couverture est abordée en détail, pour veiller au respect de la symétrie de l'instrument couvert et de sa couverture. L'important est d'établir la symétrie entre les éléments d'une unité économique.

Le principe de la norme est que tous les actifs et passifs financiers, dérivés inclus, sont comptabilisés au bilan. D'abord évalués à leur coût, puisque le reflet de la valeur marchande, les instruments financiers sont évalués à leur juste valeur, sauf ceux qui sont évalués exceptionnellement au coût amorti. Ces derniers sont les prêts et créances, les placements destinés à être détenus jusqu'à l'échéance et les placements en actions pour lesquels il n'est pas possible d'estimer à la juste valeur et qui sont évalués au coût et soumis à dépréciation. Les variations de valeur des instruments enregistrés en *fair value* sont intégralement répercutées soit sur le résultat, soit sur les capitaux propres.

Le 15 novembre 2005, lors d'une conférence de presse, la Commission européenne¹⁹ annonce qu'elle « a arrêté un règlement approuvant l'amendement de la norme comptable internationale IAS 39, Instruments financiers: Comptabilisation et évaluation, concernant « l'option de la juste valeur ». Ce texte a été soutenu à l'unanimité par les États membres au sein du comité de réglementation comptable, ainsi que par le Parlement Européen. Son adoption est rétroactive au 1er janvier 2005, de sorte que les entreprises seront en mesure d'appliquer la norme modifiée à leurs états financiers relatifs à l'exercice 2005. » Il apparaît déjà que la publication tardive de l'arrêté de la Commission européenne est à l'image de la polémique avant la crise.

Au niveau des **actifs financiers**, l'IAS 39 impose le regroupement des instruments financiers en quatre classes : les actifs en juste valeur avec impact sur le résultat, les actifs détenus jusqu'à l'échéance, les prêts ou créances et les actifs disponibles à la vente. Voyons rapidement les caractéristiques principales de chaque catégorie.

¹⁹ CE : communiqué de presse : référence IP/05/1423

Les actifs financiers en juste valeur avec impact sur le résultat, selon la norme, sont de deux ordres : les actifs de transaction et les actifs librement qualifiés ainsi, selon l'option d'évaluation à la juste valeur.

Les actifs de transaction sont des actifs acquis dans le but de profiter des variations à court terme des prix du marché ou d'exploiter les arbitrages qui se dégagent dans le marché. L'horizon temps est le court terme, bien que la norme ne précise pas la notion en elle-même. Par contre, et en liaison avec le temps très court, la norme considère que toute variation de valeur constatée doit affecter par anticipation le résultat de l'entité, avec pour corollaire de traiter comme définitive toute plus- ou moins-value latente. Les opérations de marché pour compte propre, autrement dit spéculatives et de négoce, rentrent bien évidemment dans cette catégorie, ainsi que les portefeuilles de transaction des banques.

L'option d'évaluation à la juste valeur, confirmée fin 2005 permet de qualifier plusieurs autres actifs qui ne rentrent pas dans la rubrique transaction, comme étant à évaluer à la juste valeur, avec comme conséquence l'affectation des plus- ou moins-values latentes au résultat de l'entité.

Les actifs détenus à l'échéance sont des actifs financiers à paiements fixes et à échéances fixes, que l'entité a l'intention formelle de conserver jusqu'à leur échéance. En l'occurrence, l'application de la juste valeur n'est pas opportune, puisque les fluctuations qui interviennent avant l'échéance finale ne modifieront en rien le résultat qui, lui, est connu par avance. Le seul risque en la matière peut être un risque de change si l'actif est en devises étrangères. Il est clair que la tentation est grande de classer des actifs comme étant jusqu'à l'échéance pour éviter les variations de cours et l'impact sur le résultat, puis par la suite de les céder quand l'évolution des cours devient extrêmement favorable. Pour remédier à cela, l'IAS 39 a prévu un mécanisme de sanction en la matière. Si une entité est prise en flagrant délit de céder un actif placé jusqu'à l'échéance avant son terme, pendant un exercice en cours ou pendant les deux exercices précédents, cette même entité ne pourra plus classer aucun actif dans cette catégorie. La conséquence est qu'elle devra déclasser tous les actifs placés

jusqu'à l'échéance en actifs de transaction ou en actifs disponibles à la vente. Les sanctions ne s'appliquent pas lorsque la cession est très proche de la date finale ou lorsque des événements exceptionnels surviennent.

Les prêts et créances sont les actifs financiers résultant de la remise directe à un débiteur d'argent, de biens ou de services qui ne sont pas cotés sur un marché liquide. Cela recouvre les créances d'exploitation et tous les prêts ou placements de gré à gré. Tous les prêts octroyés par les banques, y compris dans le cadre d'une syndication, sauf ceux qui font suite à des opérations de titrisation, entrent dans cette catégorie.

Les actifs disponibles à la vente constituent la rubrique par défaut, puisque tout ce qui ne rentre pas dans les rubriques précédentes est affecté à cette dernière. On trouvera pour les banques les titres de placement, les titres de l'activité portefeuille, les titres de participation de sociétés non consolidées...

Du côté des **passifs financiers**, dès son émission, un instrument financier doit être classé comme un instrument de dette ou de capitaux propres. Si on reprend l'esprit de la lettre des IAS, ce sont les caractéristiques économiques de l'instrument qui déterminent s'il s'agit d'une dette ou de capitaux propres. La manœuvre est à plusieurs étages, pour les titres hybrides comme les obligations convertibles en action, à la fois dette au moment de l'émission, mais transformable en capitaux propres. On part d'une évaluation de l'instrument de dette par rapport au taux d'intérêt pratiqué. La valeur de l'option de conversion en capitaux propres correspond à la différence entre le prix de l'obligation et la valeur de la dette.

Les passifs financiers se regroupent aussi en passifs financiers à la juste valeur avec impact sur le résultat et autres passifs financiers, qui reprennent tous les passifs autres que ceux qui sont à la juste valeur.

1.1.1.5 JUSTE VALEUR ET DERIVÉS

Il se dégage de ce qui précède que la juste valeur est la clé de voûte de la nouvelle appréhension comptable, pour toutes les entreprises, qu'elles soient bancaires ou non.

La juste valeur trouve son origine dans la comptabilité anglo-saxonne et sa philosophie, qui consiste à donner priorité au principe de correspondance comptable des charges et des produits des exercices comptables. C'est comme si on ramenait l'expression des résultats comptables vers le présent. C'est aussi vouloir, au travers de la comptabilité, révéler certains risques qui étaient auparavant exprimés hors bilan.

Selon l'IAS 32, la juste valeur permet de mesurer « le montant pour lequel un actif pourrait être échangé ... entre des parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence ». La référence en la matière devient donc le marché financier. Mais, il existe des actifs où le marché ne donne pas une référence exacte, comme cela arrive dans les hypothèses de valeur actuelle nette. La norme admet alors qu'on puisse recourir à la modélisation quand il n'y a pas de prix de référence dans le marché. La conséquence immédiate est la validité et la validation de ce genre de modèle. Ce à quoi il faut ajouter l'apparition d'un risque induit : le risque de modèle, et nous verrons plus loin que ce risque n'est pas négligeable dans la crise financière de 2008.

On ne peut pas parler des normes IAS 32 et 39 sans aborder les produits dérivés. Un dérivé est un instrument financier dont la valeur fluctue en fonction de l'évolution du prix d'un sous-jacent, qui peut être n'importe quel élément d'un marché cash : taux d'intérêt, cours de change, indice boursier... Ce même dérivé requiert un investissement négligeable par rapport à l'actif sous-jacent, cet investissement initial correspondant au dépôt de garantie par exemple si on traite sur une bourse de contrats futures et les appels de marge éventuels. Enfin, tous les produits dérivés portent sur des sous-jacents dont les dates de livraison et de paiement sont dans le futur. Un dérivé type « *swap* » comporte plusieurs dates de dénouement, qui correspondent aux paiements des intérêts.

La plupart des dérivés font référence à un montant notionnel. Ce notionnel multiplié par le taux d'intérêt du produit dérivé, directement ou induit dans le prix du contrat futur, permet de calculer le montant des sommes à payer ou à recevoir au dénouement, qu'il soit final ou intermédiaire. La référence à un notionnel n'est pas une condition sine qua non. Dans *l'application Guidance AG9*, citée par Colmant (2007), l'IAS 39

donne l'exemple d'un instrument financier qui pose le principe du paiement de 1000 si le taux d'intérêt de référence, en l'occurrence le LIBOR, monte de 100 points de base. Le montant à payer n'est pas lié à la taille du sous-jacent, mais juste à l'évolution du taux d'intérêt.

D'ailleurs, la juste valeur a une double vocation. Elle répond à des fins de transaction, afin de mieux appréhender le risque d'exposition des banques, et à des fins de couverture. Au nom de la symétrie, on ne pouvait appliquer la juste valeur aux produits dérivés de couverture, sans l'appliquer aux instruments à couvrir. C'est ce qu'on appelle le principe d'unité économique pour les opérations de couverture, dit *hedging*. Cette double vocation est à mettre en parallèle avec les fonctions d'un instrument financier dérivé. En effet, les stratégies de dérivés sont liées à des opérations de spéculation ou d'anticipation, à des opérations de couverture pour neutraliser une perte potentielle sur les marchés cash. Il ne sera pas fait mention ici de l'arbitrage, puisque cette technique a vocation à entrer et à sortir très vite de positions pour profiter des décalages de marché : là, en accord avec l'efficacité des marchés de Fama (1965), l'existence même d'un arbitrage disparaît dès lors que le marché s'en aperçoit, puisqu'il va de lui-même corriger ces écarts anormaux.

En effet, la justification de la juste valeur provient avant tout de l'énorme développement des marchés de dérivés. Pour citer des chiffres, la Banque de Règlements Internationaux publie des statistiques : entre juin 2006 et juin 2008 la valeur brute marchande des contrats dérivés de gré à gré est passée de 9 949 à 20 353 milliards de dollars, et en termes de volume des notionnels, c'est-à-dire des sous-jacents, de 370 178 à 683 725 milliards de dollars, pour la même période ! ²⁰

Les dérivés peuvent être des engagements fermes, qui supposent la livraison du sous-jacent sur les marchés de gré à gré comme les FRA (*Forward Rate Agreement* par exemple) ou sur les marchés organisés des futures. Ce peut être aussi des contrats

²⁰ Chiffres repris de: *table 19 Amounts outstanding of OTC derivatives, by risk category and instrument*. Tableau 19 Montants des encours sur les produits dérivés par catégorie de risque et instrument, décembre 2006 à décembre 2008. Source : La Banque des Règlements Internationaux, rubrique Statistiques, www.bis.org.

d'échange des modalités de paiement de la dette, comme dans le cas des *Interest Rate Swaps* : on échange une dette à taux fixe contre une dette à taux flottant. Le marché des *forwards* ou swaps cambistes est désormais classé dans les dérivés de gré à gré. Enfin, les dérivés, ce sont aussi les options, qui consistent, moyennant le paiement d'une prime, à avoir le droit d'acheter ou vendre un sous-jacent à un prix déterminé d'avance, dit prix d'exercice, et pour une durée elle aussi fixée à l'avance.

Les dérivés doivent tous être comptabilisés à leur juste valeur, puisque c'est la grande innovation des normes IAS. Ils peuvent être classés comme instrument de couverture s'ils visent à protéger une position cash et donc relèvent alors de fait de la comptabilité de couverture avec ses règles et ses obligations. Sinon, ils seront qualifiés d'actifs ou de passifs en juste valeur avec impact sur le résultat. Le résultat sera le reflet des fluctuations du marché par rapport à leur prix d'acquisition.

Toujours lors de sa conférence de presse du 15 novembre 2005, la Commission européenne mentionne que « le 16 juin 2005, l'IASB a publié un amendement de l'IAS 39 intitulé *Instruments financiers : Comptabilisation et évaluation – Option de la juste valeur*, qui prévoit une option de la juste valeur limitée, applicable moyennant le respect de certains principes et la communication d'informations détaillées. Cet amendement bénéficie d'un large soutien du secteur des services financiers, de la Banque centrale européenne et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire ».

Le fait de mentionner le Comité de Bâle n'est pas anodin. En effet parallèlement à toute cette agitation comptable, le Comité de Bâle a été créé, et c'est ce que nous allons étudier maintenant

1.1.2 LE COMITE DE BALE : LE CONTEXTE PRUDENTIEL

1.1.2.1 RAPPEL HISTORIQUE

La Banque des Règlements internationaux (*Bank for International Settlements*), à Bâle, a été créée en 1930 et se trouve être la plus ancienne des institutions financières

internationales. Au centre du système des réparations imposées par le Traité de Versailles, elle a servi à distribuer les financements de la reconstruction européenne. Aujourd'hui, on la surnomme « la banque centrale des banques centrales », puisqu'elle agit en tant que pivot pour les systèmes de transactions internationales et coordonne les actions des grandes banques centrales mondiales, qui sont ses actionnaires. C'est souvent aussi le lieu informel d'échange en matière de politique monétaire et elle est à l'origine de la publication de nombreuses données statistiques. Enfin elle abrite le Comité de Bâle chargé d'édicter des règles prudentielles applicables à l'ensemble du monde bancaire.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a donc été créé en 1974, comme nous l'avons déjà dit, suite à la faillite de la banque Herstatt. Ce sont les gouverneurs des banques centrales du groupe des dix (G10) qui en sont l'origine. Le premier président Peter Cooke, ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre, a laissé son nom au ratio Cooke, mis en place en 1988, tout comme le président Mac Donough va laisser son patronyme au nouveau ratio entré en vigueur le 1^{er} janvier 2008, après une année de test.

Même s'il est à regretter que l'IASC/IASB et le Comité de Bâle n'aient pas toujours été à l'unisson, en particulier sur la notion de la juste valeur, il est à noter qu'il existe un suivi que l'on lit déjà dans un document publié par la BRI. En effet, en mars 1998, au tout début de ce qui allait devenir Bâle II, on lit dans des documents qui doivent être présentés au sommet du G7 à Birmingham : « Le Comité de Bâle suit aussi de près et réagit au travail mené par l'IASC sur le développement et l'amélioration des normes comptables internationales. Il est dans l'intention du Comité de contribuer et d'influencer les procédures relatives aux banques. » Ou encore dans un rapport pour le sommet du G7 à Okinawa, où le Comité de Bâle exprime des progrès à accomplir sur la norme IAS 30 et la norme IAS 39. Le rapport ajoute que, pour ce qui concerne la norme IAS 39, un groupe de travail commun IASC - Comité de Bâle, s'est réuni pour traiter de l'usage de la juste valeur. Le Comité souligne le besoin de plus d'information en matière d'implantation de la norme 39, vu sa grande complexité et exprime aussi une certaine inquiétude quant à la comptabilisation de couverture. L'IASC, en réponse à cela, s'engage à améliorer évidemment les points obscurs.

Cette situation un peu floue verra son terme fin 2005, comme l'atteste le communiqué de presse de la Commission européenne, déjà cité, où enfin, la norme IAS 39 pourra s'appliquer avec l'approbation de tous, et avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2005, avec les rebondissements de l'automne 2008.

1.1.2.2 LES ACCORDS DE BÂLE I

C'est en 1988 que les accords de Bâle, qui deviendront Bâle I à partir du moment où il y aura Bâle II, sont un ensemble de recommandations, qui vise à assurer la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale à la quantité de fonds propres des banques. Cette limite est fixée à 8 % des actifs de celles-ci et engagements hors bilan, ces derniers étant pondérés par différents coefficients. Les fonds propres réglementaires comprennent le capital mais aussi les dettes subordonnées, parfois pondérées à maximum 50 % de leur valeur. Autrement dit, le rapport des fonds propres effectifs et du montant des actifs d'une classe affecté de son coefficient devra être supérieur ou égal à 8 %.

On peut l'écrire ainsi : **Fonds propres effectifs ≥ 8%**

$$\sum_{i=1}^N (\gamma_i M_i)$$

M_i est le montant des actifs dans une classe i .

γ_i est le coefficient de pondération correspondant à la classe i

N est le nombre de classes imposées par la réglementation.

Source : Pilotage bancaire, les normes IAS et la réglementation Bâle II, P.Dumontier D.Dupré, RB 2005

Les pondérations du ratio Cooke pour les produits au bilan vont de 0 % pour les créances sur les Etats OCDE, à 20 % pour les créances sur les banques et les collectivités locales de l'OCDE, à 50 % pour les créances hypothécaires au logement

ou garanties par des opérations de crédit-bail immobilier et à 100 % pour les crédits consentis aux entreprises et particuliers.

Les engagements classiques hors bilan, non liés au cours de change ou de taux d'intérêt, sont convertis en équivalent crédit par un facteur de conversion allant de 0 à 100 % en fonction de leur nature, puis pondérés eu égard au statut de la contrepartie. Pour les autres, l'équivalent risque est la somme du coût de remplacement total des contrats présentant un gain et du risque de crédit potentiel, avec un coefficient de majoration lié à la durée résiduelle et à la nature du contrat.

Les accords ne sont au départ que des recommandations, à charge pour chaque pays de les transposer dans le système national et de les faire appliquer. Cela dit, il s'est avéré que Bâle I présentait des lacunes, comme le manque de différenciation dans la pondération des engagements de crédit. Mais surtout, l'explosion du hors bilan avec les produits dérivés a eu pour conséquence la nécessité de compléter le cadre initial, nettement insuffisant en la matière.

Enfin, la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres (*Capital Adequacy Directive*) de 1996 introduit la notion de risque de marché, à côté de celle de risque crédit, risque de marché inhérent à l'activité bancaire.

1.1.2.3 LES ACCORDS DE BALE II

La réforme instituée par les accords de Bâle II élargit de manière notable le champ d'application de Bâle I, le but étant de mieux appréhender les risques bancaires et en particulier le risque crédit, qui est partie prenante du mécanisme de transformation bancaire.

Le fait de prêter implique un risque de contrepartie qui demande la mise en place d'outils de contrôle et de mesures de prudence. Si le risque de crédit devient une réalité, et que le client de la banque ne peut faire face à ses obligations, la perte que va subir la banque va venir en déduction des fonds propres. Comme les banques sont

liées les unes aux autres, l'effet domino est à craindre si l'un des maillons de la chaîne vient à faire défaut.

Comme on l'a dit précédemment, il manque une dimension dans l'ensemble des recommandations que constituent les accords de 1988 : la qualité de l'emprunteur et donc du risque de crédit qu'il représente vraiment. Les accords de Bâle II vont donc pallier à cela en intégrant la prise en compte de la qualité de l'emprunteur, en le classant par catégorie, en l'évaluant par un système de notations internes propres à chaque établissement et par les sûretés qu'il fournit. Les recommandations vont s'appuyer sur trois piliers :

- ❖ Le pilier 1 : l'exigence de fonds propres, ratio Mac Donough. C'est la combinaison des risques de crédit, de marché et aussi des risques qualifiés d'opérationnels.
- ❖ Le pilier 2 : la procédure de surveillance de la gestion des fonds propres avec intervention des superviseurs nationaux.
- ❖ Le pilier 3 : la discipline de marché qui fait appel à la communauté financière internationale en matière de transparence dans la communication des établissements.

Nous allons donc détailler chaque pilier, puisque tel est le nom utilisé par le comité lui-même, en commençant par le premier et ses trois composantes.

A. Le Pilier 1 : l'Exigence de Fonds Propres

Le Pilier 1 détermine les fonds propres que la banque doit mobiliser pour couvrir son exposition en termes de risque crédit, de risque de marché, si elle a une activité de marché, et enfin son risque opérationnel.

Le risque de crédit : Bâle II offre la possibilité aux banques d'avoir une approche « standardisée », et le recours à un rating externe est une innovation, en la matière ou

une approche dite en « notations internes », en abrégé : NI (*IRB : Internal Ratings Based Approach*).

➤ L'approche standard aboutit au calcul de l'exigence des fonds propres en deux temps. Dans un premier temps, la banque doit classer ses actifs selon des catégories prédéfinies, et la réglementation de Bâle en distingue 11. Si les actifs relèvent d'une notation par une agence de rating, la pondération est directement liée à la notation. Puis, les actifs, affectés de leur pondération sont alors ajoutés pour déterminer la valeur totale des actifs. Le hors bilan est converti en élément équivalent du bilan, puis à nouveau pondéré. A cela s'ajoute la prise en compte des sûretés, qui accompagnent tout acte de crédit.

➤ L'approche en notations internes (NI) repose sur quatre paramètres :

1 - La probabilité de défaut (PD) ou *probability of default*, autrement dit l'emprunteur.

2 - Le taux de perte en cas de défaut ou (PCD) ou *loss given default (LGD)* qui dépend des éléments techniques du crédit, tel que le type de crédit.

3 - L'exposition en cas de défaut (ECD) ou *exposure at default (EAD)*, qui concerne les garanties associées au crédit.

4 - L'échéance effective (E) ou *effective maturity (M)*, en termes de durée et de montant.

$$\text{PA (Perte attendue)} = \text{ECD} \times \text{PD} \times \text{PCD}$$

Là aussi la méthodologie est double, puisque dans le cas de la méthode « simple », la banque se contente d'estimer la probabilité de défaut et s'en remet pour le reste à la réglementation (*IRB, Internal Ratings-Based foundation*). Dans le cas de la méthode dite « avancée », la banque estime tous les paramètres utiles (*IRB advanced*).

Cette approche en NI permet à la banque d'appréhender le montant des pertes attendues (PA) ou *expected losses (EL)* et le montant des pertes inattendues (PI) (*unexpected losses UL*). L'esprit de Bâle II est la couverture des pertes inattendues, plus que celle des pertes attendues, qui fait déjà l'objet de provisions. Cette façon de faire rappelle la définition du coefficient bêta, dans l'approche MEDAF, pour le calcul

du risque systématique ou dit risque de marché : cette partie du risque qui n'est pas compressible, même en cas de diversification du portefeuille.

L'exigence de fonds propres liés au risque crédit se ramène au montant des pertes inattendues. Le choix de l'approche en NI est, comme souvent tout au long de la réglementation, un choix irrévocable.

1.2 Tableau récapitulatif de l'approche standard

contrepartie		Notation					
		AAA à AA-	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à B-	Moins de B-	Non noté
Etats		0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banques		20%	50%	100%	100%	150%	100%
Sociétés		20%	50%	100%	100%	150%	100%
Détail	Immo bilier						40%
	autres						75%

Source : www.marchés-financiers.net

Le risque de marché : alors que cet aspect n'était pas traité dans Bâle I, dès 1996, le Comité a émis un certain nombre de règles qui le prenaient en compte. Le risque de marché est le risque de perte ou de dévaluation sur les positions prises suite à des variations des prix (cours, taux) sur le marché. Ce risque s'applique aux instruments suivants : produits de taux (obligations, dérivés de taux), actions, change, matières premières.

Grâce aux études d'impact réalisées par le Comité (*Quantitative Impact Studies, QIS*), en particulier la QIS 3, il apparaît que certaines banques ayant participé à l'étude, ont connu une augmentation de la charge de capital dans le risque de marché. Nous reviendrons plus loin sur l'analyse des QIS, véritable source de données quantitatives à grande échelle, en particulier en mettant en perspective la QIS 3 et la QIS 5. Elles font d'ailleurs ressortir, à l'époque, que les banques avaient de larges réserves de fonds propres ou encore qu'elles étaient surcapitalisées !

Pour ce qui est du risque de taux, si on part des instruments de la dette, on considère chaque ligne comme étant un risque spécifique, sans compensation, même si l'émetteur est le même. Pour ce qui est des titres d'Etat, selon la notation des agences, par exemple pour les titres de l'Etat français, la pondération est 0 %. Pour le secteur public, le coefficient va de 0,25 % à 1,60 % en fonction de la période restant à courir. Pour les autres, le coefficient est de 8 %.

Le risque de marché, en général, relève d'un calcul global sur l'ensemble du portefeuille. Selon les maturités, des pondérations standard existent pour les différentes maturités, ou selon la duration. Dans ce dernier cas, la sensibilité de chaque position est calculée par l'entité. Pour ce qui est des dérivés de taux, on détermine la valeur du sous-jacent, qui est alors pondéré, compte tenu des échéances des positions.

Pour les risques sur actions et dérivés sur actions, la pondération est de 8 % des positions individuelles en tant que risque spécifique et de 8 % au titre du risque global de la position nette. Pour ce qui est du risque de change, la position nette de chaque devise est convertie dans la devise de référence et l'exigence en capital est de 8 % du total. La zone Euro permet de diminuer considérablement l'exposition au risque de change, même si elle ne disparaît pas. Pour les matières premières, c'est 15 % de la position nette de chaque produit. Enfin, pour les positions en options, quand il s'agit d'achat de call ou de put, la procédure est simplifiée, puisque la perte maximale est connue et est égale au montant de la prime. Pour ce qui est des ventes d'options, les procédures sont beaucoup plus lourdes.

Le risque opérationnel est une des grandes innovations du Comité de Bâle. La définition est simple et sa prise en compte semble aujourd'hui évidente. Cela regroupe les pertes directes ou indirectes qui résultent de carences ou de manquements, dont l'origine est humaine, organisationnelle ou extérieure à l'entité. Cela inclut le risque juridique. L'accord mentionne aussi le risque stratégique et de réputation sans pour autant en fournir une lecture claire.

Les banques ont le choix entre trois approches pour ce qui est du risque opérationnel : l'approche indicateur de base, l'approche standardisée et l'approche en mesures avancées.

- L'approche indicateur de base, qui est la plus simple, ramène l'exigence de fonds propres à un facteur spécifique appliqué au produit annuel brut moyen estimé sur les trois années précédentes. Cette approche est applicable à toutes les banques sans conditions particulières, sauf recommandations du Comité de Bâle, publiées en février 2003. Là est défini le capital minimum exigé pour couvrir l'exposition au risque opérationnel comme étant une fonction du produit brut bancaire des trois dernières années :

$$F_{\text{pro}} = \alpha \cdot \text{PBB}$$

Où F_{pro} : Fonds propres liés au risque opérationnel

PBB : produit brut bancaire

α : est fixé à 15%

- L'approche standardisée suppose d'affecter le produit de la banque à huit activités et un facteur est appliqué pour chacune de ces huit activités. Là aussi, le choix de la méthode est irrévocable. Une fois que les huit activités sont définies, le produit bancaire brut moyen de chaque activité sur les trois dernières années devient l'indicateur de risque, pondéré par un coefficient β en relation avec l'activité. Cet éclatement, assorti de la pondération, peut s'écrire de la manière suivante

$$F_{\text{pro}} = \sum_{i=1}^8 \beta_i \cdot \text{PBB}_i$$

Où F_{pro} = exposition au risque opérationnel

PBB_i = Produit Brut Bancaire de chaque catégorie

β_i = le coefficient affecté à chaque catégorie

Ci-après, un tableau reprenant les catégories et les coefficients

1.3 Tableau des catégories et des coefficients

Les catégories d'activité	Coefficient β
Financement des entreprises (<i>Corporate Finance</i>)	$\beta_1 = 18 \%$
Négociation et vente (<i>Trading and Sales</i>)	$\beta_2 = 18 \%$
Banque de détail (<i>Retail Banking</i>)	$\beta_3 = 12 \%$
Banque commerciale (<i>Commercial Banking</i>)	$\beta_4 = 15 \%$
Paieement et règlement (<i>Payment and Settlement</i>)	$\beta_5 = 18 \%$
Fonction d'agent (<i>Agency Service</i>)	$\beta_6 = 15 \%$
Gestion d'actifs (<i>Asset Management</i>)	$\beta_7 = 12 \%$
Courtage de détail (<i>Retail Brokerage</i>)	$\beta_8 = 12 \%$

Source BIS

L'approche standardisée suppose la présence d'une documentation précise afin de bien, imputer chaque activité dans la bonne catégorie. De plus, la banque devra rechercher les risques opérationnels inhérents à son activité bancaire en général, et pratiquer l'auto-analyse de manière régulière.

- L'approche en mesures avancées est un système de mesure du risque opérationnel propre à chaque banque, qui sera alors en mesure d'élaborer des modèles appropriés et devra disposer de bases de données statistiques fiables. L'usage de tels modèles devra être approuvé au plan national par le superviseur. L'usage de l'approche en mesures avancées est irrévocable et sans retour vers des approches simples, comme celle que nous évoquions en premier lieu.

L'approche en mesures avancées implique que le risque opérationnel est fonction de l'exposition à l'événement, de la probabilité d'occurrence de l'événement et des pertes qui seront supportées si l'événement se produit. Cette approche suppose le respect de l'approche standardisée à laquelle s'ajoute deux conditions supplémentaires. La première condition est le contrôle effectif qui sous-entend la mise en place d'un dispositif de contrôle et de gestion validé au niveau des

instances d'audit, au plan interne. La seconde condition est la mesure des risques opérationnels qui présente une pertinence fiable, avec des données historiques suffisamment riches pour en assurer la mise en place.

Arrivé à ce stade, il faut que les fonds propres effectifs soient au moins égaux ou supérieurs aux fonds propres réglementairement exigés, pour couvrir l'exposition au risque de crédit, au risque de marché et au risque opérationnel. Nous arrivons donc au nouveau ratio Mac Donough, que nous allons développer pour conclure sur le premier pilier de Bâle II.

Le ratio Mac Donough qui est dans la suite historique du ratio Cooke, doit être supérieur ou égal à 8 %. Le ratio est le rapport des fonds propres effectifs sur le total des actifs pondérés en fonction des risques, autrement dit c'est le rapport des fonds propres effectifs sur les fonds propres exigés pour couvrir le risque crédit (mesure de perte inattendue), le risque de marché et le risque opérationnel, pondérés par 12,5 (1/0,08) et ce rapport doit être égal ou supérieur à 8 %.

$$\frac{\text{Fonds propres effectifs}}{(F Pr c + F Pr m + F Pr o) \times 12,5} \geq 8\%$$

Nous avons franchi chaque étape du pilier 1, maintenant il reste à définir les fonds propres effectifs et faire le lien avec ce que nous avons vu précédemment, à savoir les normes comptables IAS 32 et 39. Pour définir les fonds propres effectifs, il faut remonter à 1998, qui les divisent en fonds propres de base (Tier 1) et fonds propres complémentaires (Tier 2).

Les fonds propres de base prennent en compte les investissements des actionnaires soit directement, soit sous forme de prime d'émission, ou encore par le biais de constitution de réserves. Comme le calcul se fait sur une base consolidée, il sera tenu compte aussi de +/- les écarts d'acquisition, de +/- les intérêts minoritaires et de +/- les différences sur mise en équivalence de participations. Enfin, on retranchera le *goodwill* (ou écart d'acquisition ou survalueur).

Les fonds propres complémentaires comprennent les réserves latentes, dans la mesure où elles ont fait l'objet d'une approbation par le superviseur national, les réserves de réévaluation, +/- les écarts de conversion, les provisions générales et les titres de financement hybrides et subordonnés.

Sans anticiper sur de futurs développements, on peut déjà constater que les deux normes IAS 32 et 39 influent sur la mesure des fonds propres des banques. Dans un premier temps, pour évaluer la capitalisation d'un établissement, on tient compte désormais d'instruments, jusqu'alors non traités. D'autre part, une des conséquences est la modification du résultat et les montants mis en réserves.

Les grandes innovations de la réglementation reposent sur la prise en compte des dérivés, des moins et plus-values latentes, compte tenu de l'abandon du principe de prudence, et de la comptabilisation de couverture. D'une manière générale, on peut dire que le fait de décortiquer un titre hybride par exemple, en distinguant sa composante dette et celle fonds propres, a un impact positif pour ce qui est de la norme IAS 32. De même, le fait de ne plus tenir compte du coût historique, dans le cadre de l'IAS 39, a aussi un effet favorable, puisque le coût historique est traditionnellement plus bas que la valeur de marché. Par contre les capitaux propres vont varier du fait de l'application de la juste valeur et par conséquent, les résultats et les mises en réserve vont aussi connaître des fluctuations et donc une plus grande volatilité. D'où l'accusation de procyclicité des normes, que nous verrons plus loin en détail.

Pour ce qui est de la norme IAS 39 qui avait été assortie jusqu'en novembre 2005 de deux exclusions, les choses ont bougé comme l'atteste la conférence de presse de la Commission européenne, déjà mentionnée. L'IAS 39 comportait deux exclusions : l'option de la juste valeur intégrale et la comptabilité de couverture. Un amendement a donc été publié qui concerne la première : « *Comptabilisation et évaluation - Option de la juste valeur*, qui prévoit une option de la juste valeur limitée, applicable moyennant le respect de certains principes et la communication d'informations détaillées. » Pour ce qui est de la seconde exclusion, « la Commission rappelle une

fois de plus qu'il incombe à la Fédération bancaire européenne et à l'IASB de mettre au point une solution technique dans les meilleurs délais. Entre-temps, les sociétés qui le souhaitent peuvent appliquer les règles de comptabilité de couverture qui font l'objet de cette exclusion, puisqu'aucune loi européenne ne régit cette matière. Pour ces sociétés, cette exclusion est donc sans effet. » La crise financière a amené l'IASB, sous la pression des autorités européennes et internationales, à modifier l'IAS 39 en catastrophe.

B. Le Pilier 2 : La Procédure de Surveillance et le Superviseur National

Le pilier 2 donne une certaine liberté aux banques dans la détermination de leurs fonds propres, mais qui dit liberté, dit aussi plus grand contrôle. Cette partie de l'accord tend à inciter les banques à être en règle, donc à toujours être suffisamment capitalisées pour répondre à la surveillance du Superviseur national.

Quatre principes ont été posés par les accords de Bâle II :

1. Les banques apprécient elles-mêmes le montant des fonds propres qui leur est nécessaire. C'est à elles de prendre les mesures nécessaires en cas de sous-capitalisation. C'est à la Direction Générale des banques que revient la responsabilité de la mise en place des procédures de gestion des risques et de contrôle interne.
2. Par contre, c'est le Superviseur national qui doit pallier aux lacunes des banques qui ne sont pas à même de remplir leurs obligations.
3. Le Superviseur national peut imposer aux banques toute mesure jugée nécessaire par lui, à titre préventif, sans pour autant en préciser le détail.
4. Le Superviseur national pratique une surveillance graduée en fonction des lacunes et des manquements montrés par tel ou tel établissement. Cela peut aller de combler les lacunes à limiter la banque dans ses activités, voire à remplacer la direction.

Le paradoxe du pilier 2 tient au fait que les banques gardent une certaine marge de manœuvre, alors que le processus de surveillance est lourd et permanent. La fin est connue, les moyens sont plus libres. C'est aussi un peu une discrimination par la taille. Les grandes banques vont pouvoir disposer de méthodologies pointues, mais ce sont elles aussi qui présentent les plus grands risques, si l'une d'elles venait à faire défaut.

Certains risques sont aussi traités dans le pilier 2, comme le risque de taux du portefeuille bancaire, qui jusqu'à présent était exempté de charge en capital supplémentaire. Comment réagit le portefeuille par rapport à des variations importantes de taux d'intérêt ? L'exigence en capital est laissée à l'appréciation du Superviseur national. Le risque d'illiquidité est aussi abordé, de même que toutes les situations extrêmes (*stress tests*) qui pourraient entraîner une situation de crise grave. Rentrent aussi dans les éléments d'appréciation : les risques résiduels, ceux liés à la titrisation, ceux de règlement, enfin ceux relatifs à l'informatique et à la réputation.

Enfin, ce qui est important dans le pilier 2, c'est la définition des rôles et des responsabilités de chacun : le Conseil d'Administration et la Direction générale d'une banque sont directement responsables de la mise en application de la nouvelle réglementation. Leur incombe alors la responsabilité de tout mettre en œuvre en hommes, moyens et procédures pour que la banque soit suffisamment capitalisée. Les procédures de contrôle interne sont une part essentielle du dispositif et prennent la dénomination de ICAAP, *Internal Capital Adequacy Assessment Process* (processus interne pour l'évaluation du capital économique). Ces ICAAP devront être adaptés au profil des banques et à leur stratégie

C. Le Pilier 3 : la Communication financière

Les piliers ne se dressent pas sur un même plan, comme le suggère l'image même de pilier, mais ils se situent dans le prolongement les uns des autres. Le pilier 3 est celui de la communication financière qui permet aux intervenants d'exercer cette fois-ci un contrôle indirect, compte tenu des informations en leur possession. Dans l'esprit, on retrouve la tendance IAS: les normes imposent des contraintes fortes aux banques en

matière d'information du fait même de la juste valeur. La pression va aller en augmentant au moment de la crise.

Comment peut s'exercer ce contrôle ? L'idée était simple : en exigeant la transparence et l'information, les investisseurs vont aller vers ceux qui respectent mieux cette obligation et auront tendance à investir vers ceux qui sont les plus lisibles. Le contrôle de la réglementation se fait via le lobby des investisseurs. Nous vivons l'époque de l'investisseur-roi.

Les informations en question portent sur la mesure et la gestion de leurs risques, sur tout ce qui touche le ratio Mac Donough, tant au numérateur qu'au dénominateur. Les provisions devront être explicitées. Commentaires et annexes, analyse métier par métier, rien ne devra rester dans l'ombre. Les méthodes et méthodologies utilisées devront être clairement exposées. L'idée est que la simple lecture des états financiers permet de juger du respect des accords de Bâle II.

A partir du moment où les deux grandes réformes comptable et bancaire de la décennie sont en place avec plus ou moins de coordination et de concertation, les acteurs du marché et les observateurs ont l'illusion que les Etats se sont dotés d'instruments puissants, sorte d'armes anti crash. Les normes ont été appliquées pour les premiers bilans de l'année 2005. Le dispositif Bâle II, après une année de tests en 2007, est opérationnel pour l'année 2008. Les deux institutions, IASB et Comité de Bâle, évoluent de manière assez parallèle, depuis leur création jusqu'à leur reconnaissance internationale et incontestable, pour tendre vers un même but. Ce but est l'émergence d'un univers financier, bancaire et comptable économiquement sain, où les secousses sont limitées et où la notion de risque ne peut s'entendre que comme un risque connu, maîtrisé, calculé. C'est dans cet état d'esprit, et après une première secousse dès février 2007 à la Bourse de Shangaï, et surtout après l'été 2007, que l'année 2008 s'ouvre avec l'espoir que le pire est derrière nous !

Il est donc temps de passer à l'étude approfondie de la crise des *subprimes* en 2007, et au constat que la synergie des IAS/IFRS et Bâle II n'était en fait qu'une mauvaise conjonction des règles comptables et prudentielles.

1.2 L'EFFET PAPILLON DES *SUBPRIMES*

«Prédictibilité : le battement d'aile d'un papillon au Brésil peut-il provoquer une tornade au Texas ? »²¹

Edward Lorenz 1972

Une fois le décor planté, alors que le référentiel comptable est désormais en place et que le monde bancaire se dote d'un nouveau ratio, innovant par certains points, nous pensons évoluer sur une planète finance plus saine et plus sûre. Le prix des actifs monte ; l'inflation est sous contrôle ; le chômage recule ; le bien-être de chacun, propriétaire de sa maison est le mot d'ordre, dans un monde global où règne le marché. Nous sommes dans un environnement où prévaut la transparence, grâce à une information hypertrophiée. Nous vivons dans un village qui s'appelle terre, où la manne céleste, mais surtout spéculative, inonde ou obstrue nos esprits. Le réveil va être d'autant plus brutal, que nous surfons sur une vague qui ne semble jamais vouloir redescendre. Comment est-ce arrivé ? Dans cette partie, nous allons tenter une ébauche de réponses, avec des explications macroéconomiques, historiques et techniques. Nous verrons plus loin, qu'il a fallu une conjonction exceptionnelle de circonstances pour nous conduire au cœur de notre recherche : la sécurité financière, l'illusion cindynique et son rapport au risque zéro. Hors en finance, le risque zéro n'existe pas, puisque le risque et son degré sont rémunérateurs.

Dans un premier temps, nous aborderons la crise des *subprimes* avec un retour sur les fondamentaux, qui sont principalement au nombre de six. Puis dans un second temps, nous passerons des fondamentaux à l'innovation, en analysant la politique de crédit, qui devra être placée en perspective par rapport à la grande histoire de l'innovation financière. Enfin, nous décortiquerons la titrisation, du processus initial, aux différents produits, replacés chronologiquement, pour déboucher sur les dérives des dérivés

²¹ Edward Lorenz (1972) conférence à *l'American Association for the Advancement of Science*: « *Predictability: Does the Flap of a Butterfly's Wings in Brazil Set off a Tornado in Texas?* »

1.2.1 LA CRISE DES *SUBPRIMES* : RETOUR SUR LES FONDAMENTAUX

L'origine de la crise financière, qui voit la mise en accusation de la juste valeur et/ou de Bâle II, vient des Etats-Unis et de la fameuse crise des *subprimes*. Un crédit *subprimes* est un crédit immobilier accordé à des ménages qui ne sont pas des premiers emprunteurs (*prime*), mais de qualité inférieure, soit parce qu'ils ont une situation professionnelle instable, soit qu'ils ont connu des incidents bancaires, soit une conjonction d'événements qui ne les rend pas éligibles au crédit hypothécaire. Hors, après 2001, la *Federal Reserve*, la banque centrale américaine, va baisser systématiquement ses taux d'intérêt pour relancer la machine économique, profondément touchée et par les attentats du 11 septembre et par une croissance déjà molle avant l'attaque. D'autre part, les prix de l'immobilier vont monter régulièrement et souvent de manière spectaculaire jusqu'en 2006, comme nous le verrons un peu plus loin graphiquement. Donc comment faire crédit à un mauvais emprunteur ? Il suffit d'adosser le crédit non pas sur la personne et sa capacité de remboursement, par définition faible, mais tout simplement sur la valeur ascendante du bien. Le crédit *subprimes* comprend en plus souvent une période de deux ou trois ans à taux d'intérêt fixe très bas, dénommé parfois comme étant le *balloon*. La mensualité devient abordable, même pour les ménages les plus modestes. Le rêve américain, chacun propriétaire de son toit, devient réalité. La sortie du *balloon* pour certains va vite tourner au cauchemar, les taux si bas remontent et les mensualités deviennent inaccessibles, pendant que le marché de l'immobilier lui s'effondre, empêchant toute sortie sans dommage. Et pourtant, dès le début de la crise, Alan Greenspan écrit en 2007, qu'il dirait « au public que nous sommes face, non pas à une bulle spéculative, mais face à une écume, composée d'une multitude petites bulles qui n'atteindront jamais une échelle susceptible de menacer la santé de l'économie dans son entier ».²²

Le fait que des ménages peu solvables se retrouvent en défaut de paiement et soient expulsés ne suffit pas à expliquer le risque systémique auquel le monde financier se trouve confronté (Acharya, Richardson 2009). Il aura fallu un contexte macroéconomique particulièrement propice, mais aussi des effets pervers et un abus d'un mécanisme que nous développerons plus loin : la titrisation.

²² Alan Greenspan, *The Age of Turbulence in a New World*, NY Penguin 2007, cité par Shiller, *The Subprimes Solution*, Princeton University Press 2008, p 39-41.

Dans le rapport du Conseil d'Analyse Economique paru à l'automne 2008, les auteurs²³ identifient six facteurs au plan macroéconomique de nature à expliquer le dérapage financier. Ces facteurs sont à mettre en perspective avec un contexte fragile. A l'instar de Minsky (1975), on peut dire que nous avons vécu « le paradoxe de la tranquillité » : selon ce post-keynesien, les crises liées au surendettement naissent des périodes de calme, où les taux d'intérêt bas incitent à s'endetter en restant dans le domaine du raisonnable. Quand les taux repartent à la hausse, les remboursements deviennent alors inabordables et c'est la crise. D'ailleurs ce que les Anglo-Saxons appellent le *Minsky Moment*²⁴ revient au goût du jour, comme si reprendre la voie des fondamentaux allait effacer tous les dérapages. D'autres vont se pencher, à l'instar de Read, sur l'aspect hautement comportemental de la crise, et sur le facteur peur²⁵. Cet aspect sera traité ultérieurement.

1.2.1.1 LE NIVEAU DE LA LIQUIDITE MONDIALE

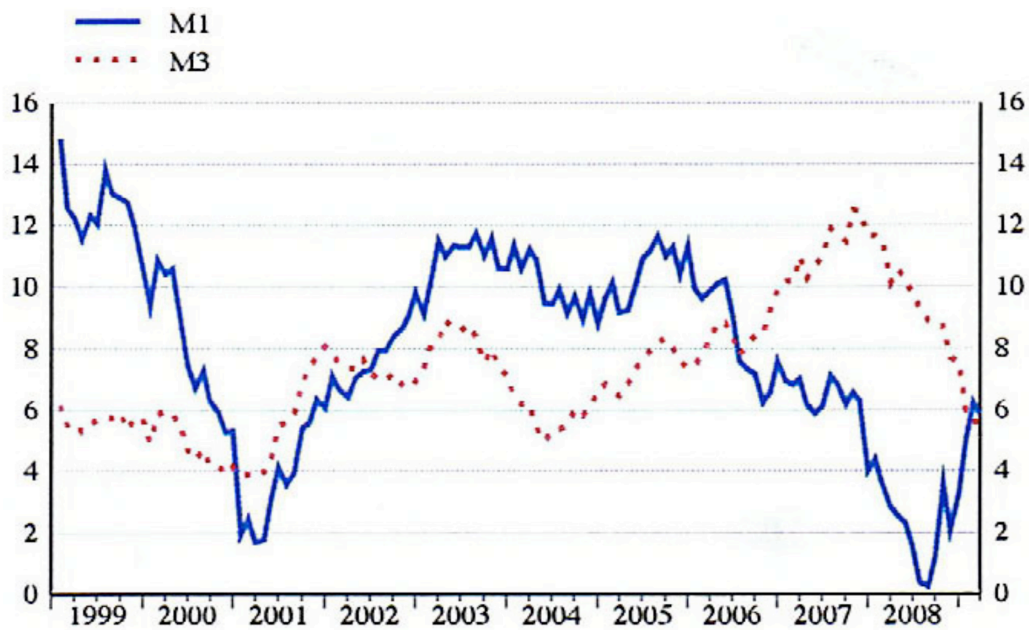
La fin de l'année 2008 a marqué la plus grosse crise de liquidité jamais connue et pourtant on vient, précédemment, d'une période où la liquidité était abondante et cet excédent fait partie des facteurs exogènes qui ont été le terreau fertile de la situation actuelle.

²³ P.Artus, J-P Betbèze, C.de Boissieu et G.Capelle Blancard

²⁴ *The Minsky Moment*, article The New Yorker, 4 février 2008

²⁵ Read C., *The Fear Factor*, 2009 Palgrave Macmillan.

1.4 M1 et M3 de 1999 à 2008

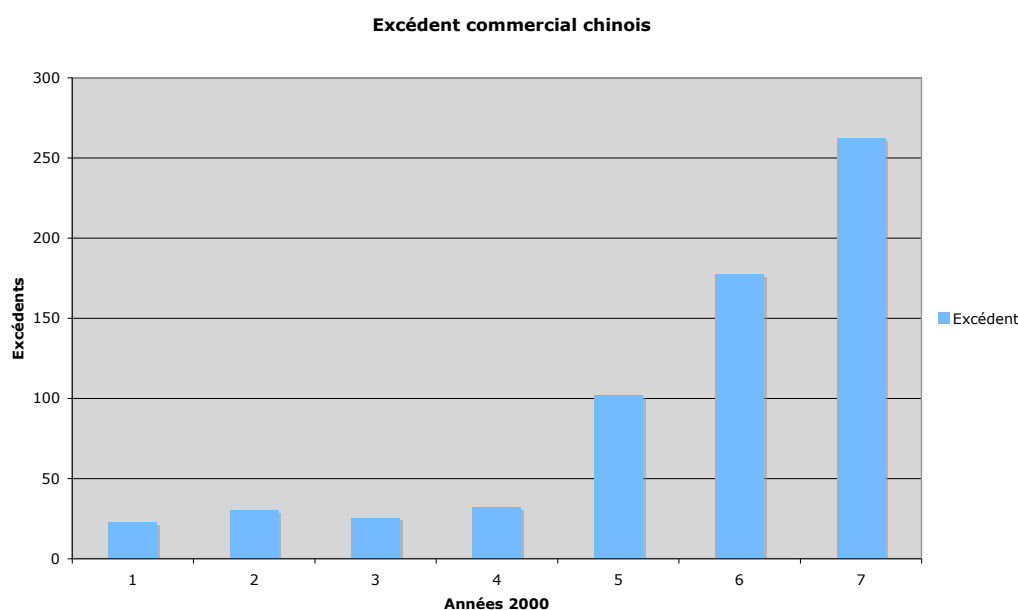


Source ECB

Comme on le voit dans le graphique ci-dessus, publié par la Banque Centrale Européenne pour la zone Euro, l'évolution de la partie la plus étroite de la masse monétaire, M1, constituée par les billets, les pièces et les dépôts à vue, est en très nette progression à partir de la fin 2001 et commence à décroître de manière significative en 2006. Elle va régulièrement baisser et au troisième trimestre 2008, elle retrouve des niveaux inférieurs à ceux de 2001. M3, qui est la masse monétaire la plus large, est légèrement en décalage, mais amorce sa baisse en 2007.

Comment expliquer cette abondance ? D'abord, les pays émergents ont des réserves de change en constante augmentation, qui elles-mêmes sont le résultat d'excédents commerciaux réguliers. La Chine, par exemple, selon le Ministère du Commerce extérieur national, a connu un excédent commercial qui passe de 22,55 milliards de dollars en 2001 à 262,20 milliards de dollars en 2007. Les pays producteurs et exportateurs de matières premières connaissent la même évolution. Un excédent commercial en constante progression, allié à un fort taux d'épargne, nourrit donc cette liquidité abondante.

1.5 Excédent commercial chinois



En milliards de dollars.

Source Ministère du Commerce Chinois

D'autre part, les années 2001-2006 voient le crédit augmenter de manière importante. Après les attentats du World Trade Center, la politique américaine a consisté à dumper l'économie par des taux d'intérêt de plus en plus bas. La croissance est donc revenue assez vite. Les taux d'intérêt réels baissent aussi, puisque l'inflation est sous l'œil vigilant des banques centrales. Enfin, il faut ajouter que les autorités, d'une certaine manière, ont laissé croître les crédits, les encourageant même, pour contrebalancer la stagnation des salaires. On pourrait même dire qu'on a remplacé l'augmentation du pouvoir d'achat par l'incitation au pouvoir d'acheter.

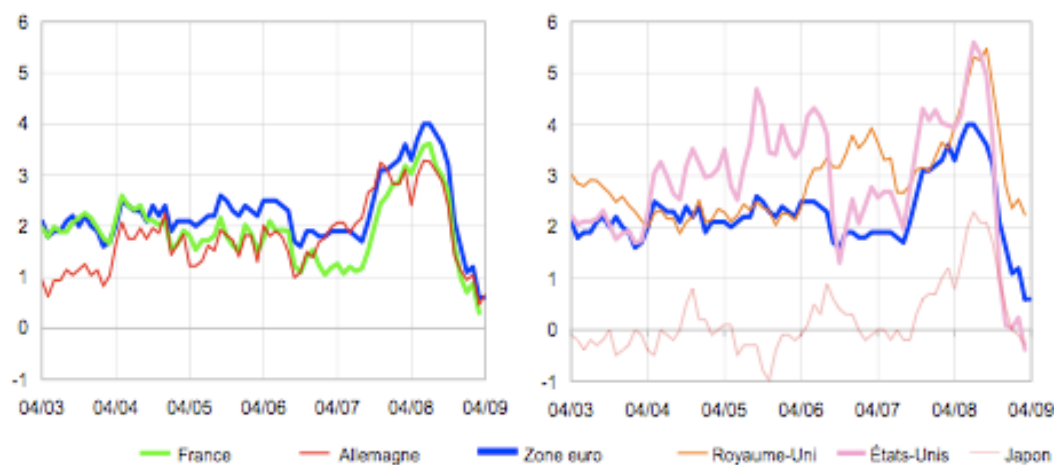
Cette liquidité surabondante n'est pourtant pas inflationniste. On l'a cru à un moment donné, en particulier pendant la première moitié de 2008, mais les Banques Centrales étaient là, prêtes à remonter les taux à tous moments. Nous sommes entrés dans le paradoxe de la sécurité. Les *subprimes* avaient éclaté à l'été 2007, on avait eu très peur avec Bear Stearns, Northern Roc et d'autres, mais jusqu'en septembre 2008, on se sentait à l'abri, avec des normes comptables en place, des normes prudentielles en test ou en vigueur, mais toutes neuves. Et c'est pourtant dans ces périodes de répit où l'espoir renaît que parfois le pire est à craindre, comme la faillite de Lehman Brothers allait le montrer.

1.2.1.2 INFLATION, VOLATILITE ET RISQUE

Pour revenir sur l'inflation, on assiste à une baisse globale de l'inflation, de sa volatilité et des anticipations de ladite volatilité, comme l'illustrent les graphiques ci-dessous. D'une manière générale, depuis près de vingt ans, l'inflation dans les pays industrialisés est passée de 5% en moyenne à moins de 1%, et dans les pays émergents, de un peu moins de 20% à environ 4%, toujours en moyenne.

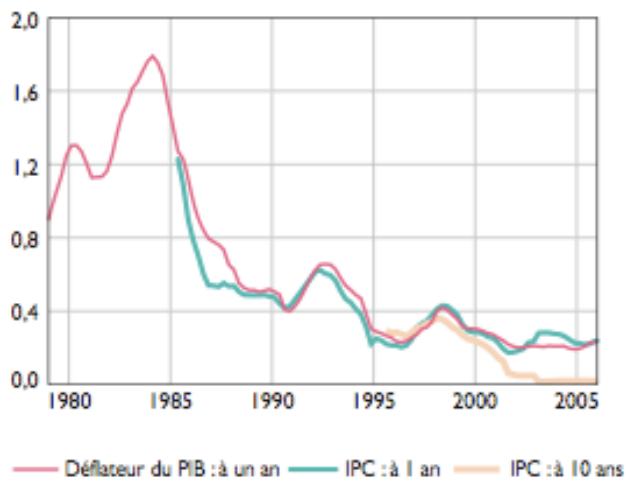
1.6 Prix à la consommation : indices nationaux

Glissement annuel en pourcentage



Sources : Banque de France²⁶

1.7 Volatilité des anticipations d'inflation



Sources : Banque de France

²⁶ Graphique extrait d'une communication de W.White, Conseiller économique et chef du département monétaire et économique de la BRI, *La globalisation et les déterminants de l'inflation interne*, Colloque international : Globalisation, inflation et politique monétaire, Banque de France Mars 2008.

Cette tendance est le résultat des politiques des banques centrales et des gouvernements qui ont mis comme priorité réglementaire la lutte contre la hausse des prix. Comme il est écrit dans le Traité de Maastricht, signé en 1992, à l'article 121 sur les critères de convergence : « La réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix [...] ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. » Les Banques Centrales, qui réussissent dans cette mission, vont alors gagner en crédibilité, et la Banque Centrale Européenne la première, qui sera synonyme d'austérité et d'intransigeance. La zone Euro n'est pas la seule, les pays émergents rattrapent les pays industrialisés et passent d'une inflation, de deux chiffres, à un seul.

Ainsi, l'inflation est sous contrôle, les fluctuations d'une année sur l'autre sont nettement réduites, et vont toujours dans le même sens, à savoir la baisse. Les perspectives macroéconomiques semblent assainies et les structures financières se modernisent, le tout dans une illusion de sécurité. Comment ne pas avoir confiance alors ? Illusion ? Paradoxe ?

1.2.1.3 LES PRIMES DE RISQUE A LA BAISSSE

Toujours selon le rapport de Conseil d'Analyse Economique, mais aussi de manière automatique, on constate, pendant la période ante-crise, une baisse généralisée des primes de risque. L'inflation est basse, les taux sont bas et donc les rendements sont en baisse. Quelle va être alors la démarche de l'investisseur pour augmenter son rendement ? Il va prendre de plus en plus de risques. Parallèlement, il devient un peu insensible à ce risque, son aversion est même en très net recul, puisque son sentiment de confiance augmente avec le sentiment que les banques centrales, et les autorités monétaires d'une manière générale, ont la situation sous contrôle.

Le temps passe, la prise de risques des investisseurs augmente, et pourtant il faut beaucoup de risques pour être parfois mal récompensés, donc on rentre dans un cercle vicieux sans vraiment mesurer les dangers. La sur confiance, comme nous le verrons plus loin en finance comportementale, combinée avec une bonne maîtrise de l'inflation et l'excès de liquidité, renforce la probabilité d'un retournement brutal.

Prenons l'évolution de l'indice VIX qui est l'indice de volatilité des marchés américains, calculé quotidiennement par le *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). On le surnomme l'indice de la peur. Si on regarde le graphique ci-dessous, jusqu'en 2007, du moins au début, l'indice est bas et synonyme de confiance, même de confiance extrême. De même, le dernier semestre 2008, l'indice explose littéralement dans une peur exacerbée. Depuis 2003, l'indice est basé sur les prix des options (Warrants Calls & Puts) de l'index S&P 500 (SPX), alors qu'auparavant le calcul était fait sur les options sur indice S&P 100 (OEX). Une étude de 2006²⁷, publiée par la Banque de France dans la Revue de la stabilité financière, indique que le VIX n'est pas le meilleur indicateur lorsqu'il s'agit de prévoir une crise boursière. Néanmoins, elle concède que « les indicateurs empiriques d'aversion pour le risque sont censés donner une indication synthétique sur le sentiment des marchés à l'égard du risque... Leur hausse contribue aussi à augmenter les probabilités de crise. »

1.8 Indice de volatilité S&P 500



Source NYSE Euronext.

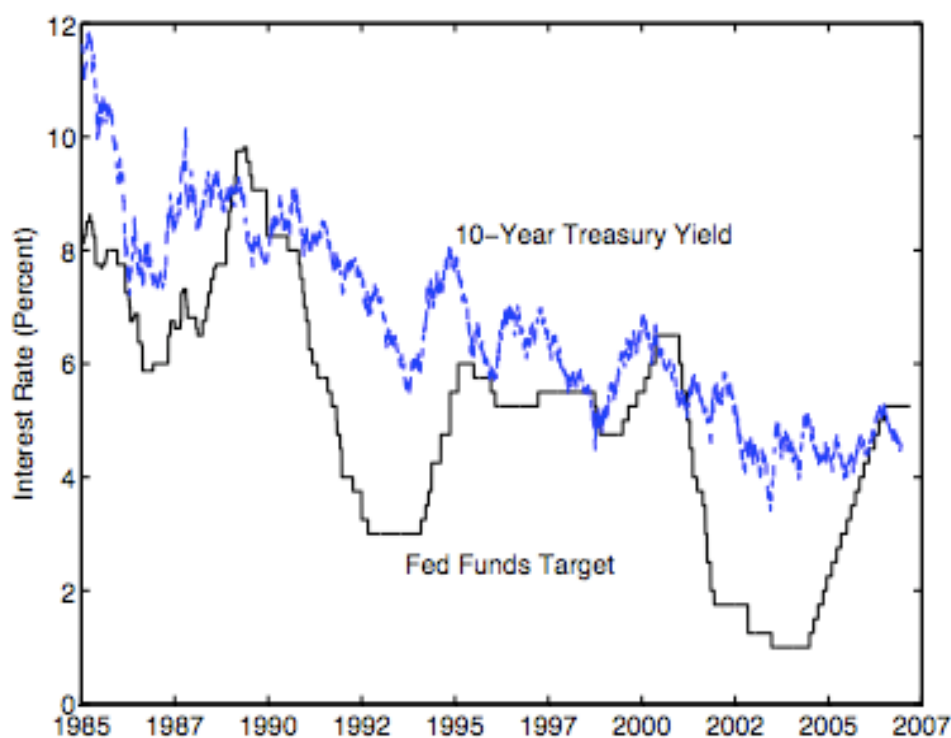
²⁷ « Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? »

Volatilité en baisse, rendements plus bas : autant d'éléments pour préparer un terreau favorable à rentrer dans des montages plus sophistiqués. L'innovation financière va devoir compenser le calme apparent des marchés.

1.2.1.4 LE ROLE DES TAUX D'INTERET.

La baisse généralisée des primes de risque s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, malgré le resserrement de la politique monétaire à partir de 2004 jusque 2007. En février 2005, Alan Greenspan, président de la *Federal Reserve* américaine, qualifie cette évolution baissière de conundrum, sorte d'énigme difficile, voire impossible à résoudre.

1.9 L'objectif des Fed Funds Target et les US Treasury Bills 1985-2007



Source : *Federal Reserve*²⁸

« Pour le moment, le comportement largement imprévisible des marchés obligataires mondiaux demeure un conundrum », telle est la citation exacte. La Federal Reserve émet un certain nombre d'hypothèses, de même que les auteurs du Conseil d'Analyse Economique.

²⁸ Finance and Economics Discussion Series : *Cracking the Conundrum*, D.Bacchus, J.H.Wright

Parmi ces explications, on trouve une diminution de l'incertitude macroéconomique et de la volatilité des marchés financiers, qui sont à mettre, entre autres, au crédit des banques centrales. Encore une fois, les autorités monétaires sont présentes et hautement crédibles. La globalisation et la concurrence participent à la configuration étrange de la courbe. Ce à quoi il faut ajouter aussi les achats massifs de titres publics par les banques centrales asiatiques, qui investissent leur excédent commercial en hausse. Plus tard, Alan Greenspan passera du conundrum au désarroi, lorsque, auditionné par la Commission du contrôle de l'action gouvernementale en novembre 2008 à Washington, il avouera avoir trouvé une faille dans la supériorité du système de « *free market* », dont il était l'apôtre.

Pour terminer sur la forme de la courbe des taux d'intérêt, aux Etats-Unis, la hausse des taux des *Feds Funds*, couplée avec des taux long terme bas, inspire en principe de l'inquiétude chez les analystes. L'inversion de la courbe est un signe d'un ralentissement économique outre-atlantique.

1.2.1.5 DU CONUNDRUM AU GLUT

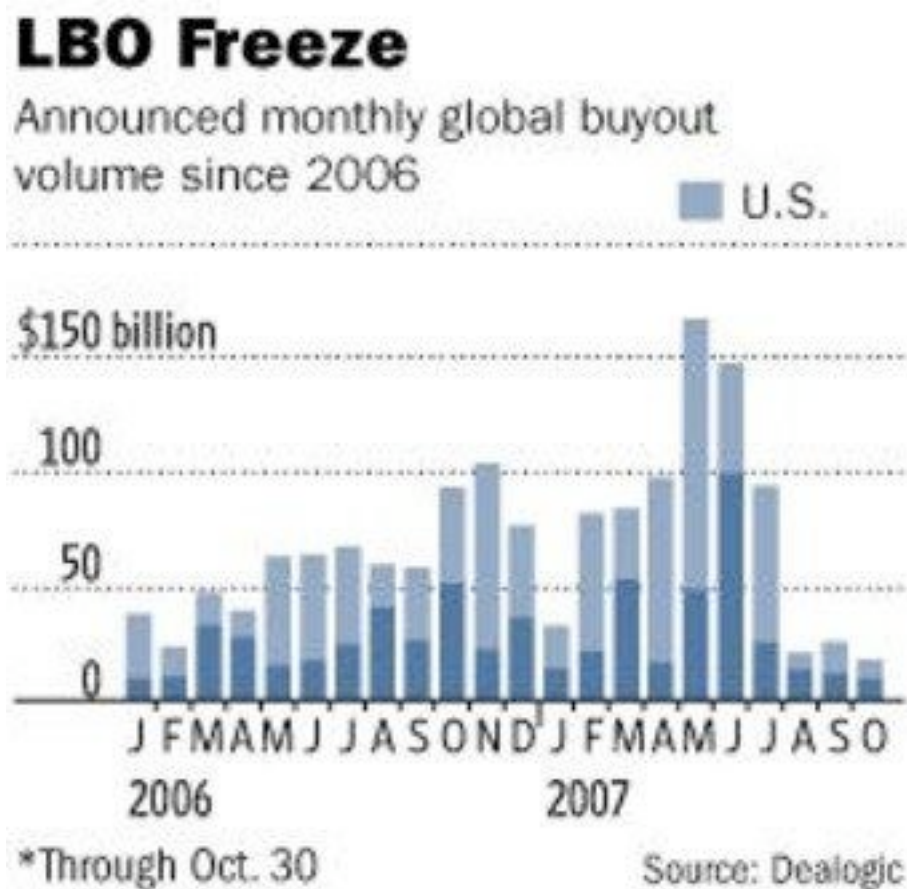
C'est le successeur d'Alan Greenspan, Ben Bernanke, qui utilisera l'expression *Global Saving Glut*, lors d'une conférence à la *Virginia Association of Economics* à Richmond en Virginie, le 10 mars 2005. Quelle est l'origine de cette pléthore d'épargne ? Une des réponses provient du fait que les pays riches en dehors des Etats-Unis ont des raisons d'épargner compte tenu des populations vieillissantes d'une part, et du faible rendement des opportunités d'investir au plan domestique d'autre part. Cette liquidité abondante va donc aller vers l'extérieur. Une autre source de cette abondante liquidité est le fait que le pays émergents qui étaient des débiteurs des marchés financiers sont devenus des fournisseurs de ces mêmes marchés.

Liquidité abondante, taux d'intérêt bas, primes de risque à la baisse conduisent à des possibilités de crédit abondant et bon marché. Et cette augmentation du crédit n'est pas inflationniste, même quand le prix des matières premières flambe. Pendant l'été 2008, même si l'inflation revient en tête des préoccupations, ce n'est pas en proportion

avec un baril de pétrole qui semble ne jamais s'arrêter. Le 4 juillet 2008, le baril atteint les 148 dollars.

Comment les banques vont-elles alors gagner de l'argent ? Les crédits sont nombreux certes, mais les taux sont bas et la concurrence est rude. Les opérations à fort effet de levier vont se multiplier, de nouveaux gros intervenants comme les *hedge funds* et les fonds *Private Equity* vont rentrer de manière agressive sur les marchés.

1.10 Evolution du marché des LBO avant et juste après la crise



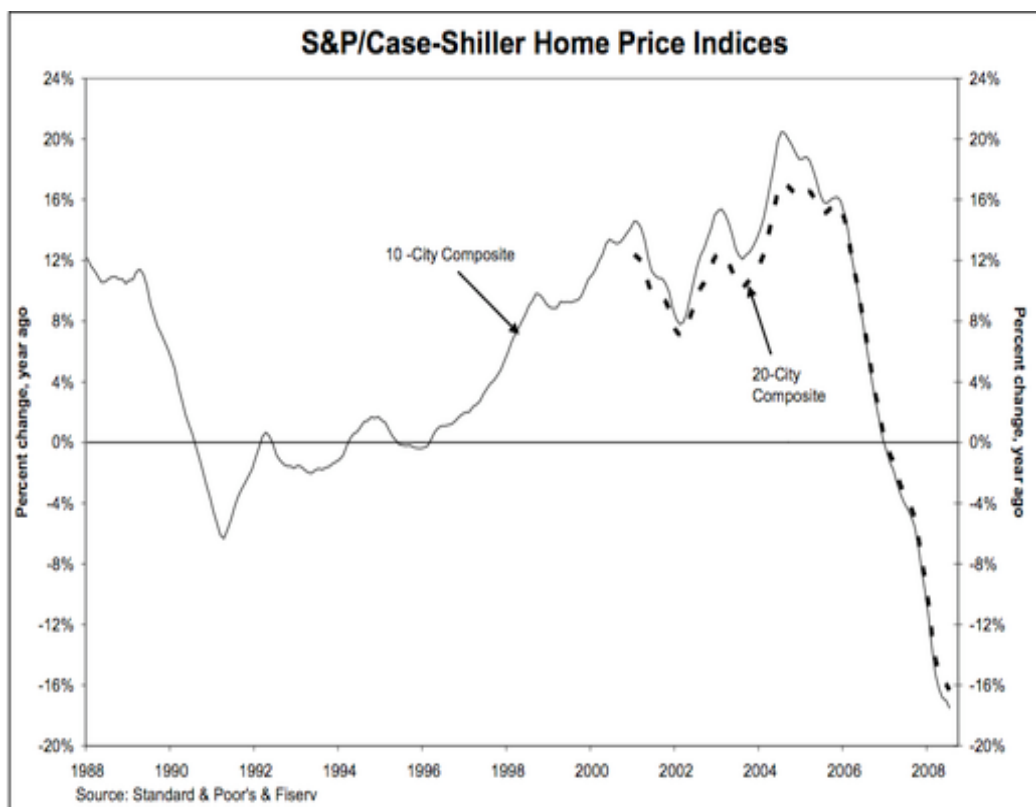
En Europe, la tendance est identique. Selon le Centre de recherche for Management Buy Out Research (CMBOR), le nombre des LBO est passé de 160,3 milliards d'Euros en 2006, à 177 milliards en 2007 avec un tassement important sur le dernier trimestre de cette même année, pour finir à 69 milliards en 2008. La tendance baissière pour 2009 est identique. Le rebond du marché des LBO est encore à écrire.

1.2.1.6 LE PRIX DES ACTIFS

Avant de passer à une échelle plus individuelle des dérèglements qui ont engendré la crise des *subprimes*, il faut encore mentionner un élément, à savoir le prix des actifs, et en particulier de l'immobilier. Si la liquidité est abondante et peut être en théorie infinie, il n'en est pas de même des biens qui, par définition, sont limités. Un accès à l'argent facilité face à un nombre de biens non extensible a pour conséquence une hausse des prix de ces mêmes biens. Si l'on regarde les prix au m² en Europe et aux Etats-Unis, il est clair que jusqu'en 2006 les prix sont fortement à la hausse et pour certains pays jusque mi-2007, les biens sont très chers.

En regardant l'évolution de l'indice Case-Shiller des prix de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis, la tendance reste très orientée à la baisse après avoir connu des pics records. Cet indice a été créé par les économistes Karl Case et Robert Shiller en 1991 sur base de toutes les données de transactions possibles.

1.11 Evolution de l'indice S&P/ Case Shiller



Il est à noter qu'il n'y a pas que le prix de l'immobilier qui monte, les bourses se portent bien. Tout semble donner l'impression que tout est sous contrôle, que la manne céleste et financière ne doive jamais s'arrêter.

Enfin, certains craignent une bulle spéculative tant boursière qu'immobilière, comme l'écrit Shiller en 2007 dans son « exubérance irrationnelle », en attaquant Greenspan et son idéologie du marché libre et souverain. La bulle est appelée d'autant plus à gonfler que le principe de l'accélérateur financier fonctionne à fond aux Etats-Unis : les prêts hypothécaires ne sont pas accordés en fonction de la personnalité de l'emprunteur, mais sur la valeur du bien. Dans le cas de *subprimes*, c'est sur la valeur future du bien que le crédit est accordé. Et quand la valeur du bien s'accroît vraiment, la capacité des ménages américains à s'endetter augmente elle aussi, et pas seulement à des fins hypothécaires. La spirale de l'endettement tous azimuts est amorcée, la baisse des prix immobiliers va avoir des effets démultipliés grâce aussi à la titrisation de ces mêmes créances. Le même Shiller (2008) préconise des voies exploratoires en matière immobilière, comme celle de créer et stimuler des marchés dérivés organisés, pour se protéger surtout à la baisse.

Maintenant que les éléments macroéconomiques du décor sont posés, les comportements individuels vont rajouter une intensité au développement de la crise.

1.2.2 DES FONDAMENTAUX A LA TITRISATION

Compte tenu de tout ce qui vient d'être dit, à savoir des taux bas, des rendements obligataires à la baisse et des primes de risque très minces, les banques vont devoir trouver des sources de revenus dans un monde financier de plus en plus concurrentiel.

La stratégie va s'orienter dans deux directions, non exclusives l'une de l'autre, voire complémentaires. D'une part, il va falloir augmenter les volumes en relâchant les conditions d'octroi des prêts et d'autre part, encore plus que jamais, les financiers vont se lancer dans une course à l'innovation, à la recherche de montages de plus en plus sophistiqués.

1.2.2.1 UNE POLITIQUE DE CREDIT ELASTIQUE

Il y a une dizaine d'années, les crédits *subprimes* étaient une niche quasi confidentielle. De 2001 à 2006, les montants ont été multipliés par 7, pour passer de 94 milliards de dollars à 685 milliards de dollars. Les volumes augmentent et la qualité baisse. La proportion crédits *prime* s'inverse, les crédits *subprimes* surpassent les crédits de qualité.

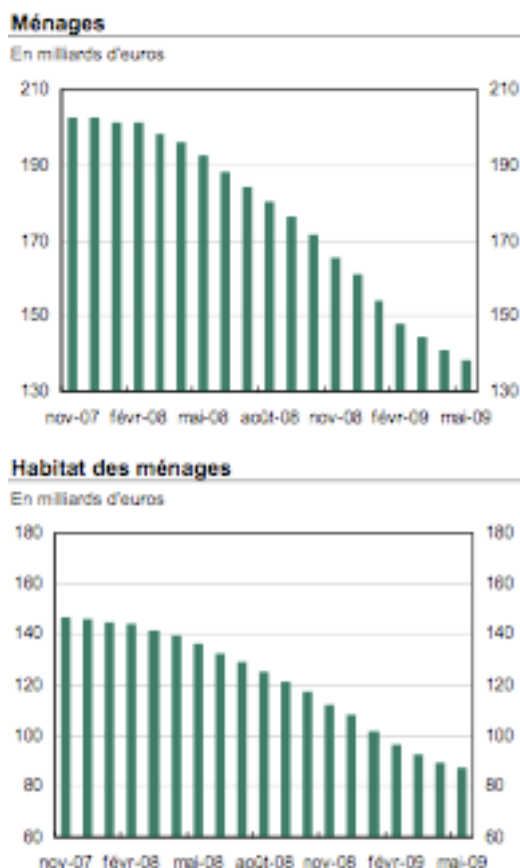
L'augmentation de la concurrence entre les banques, ajoutée à un contexte de concentration bancaire, et la recherche d'une plus grande rentabilité sont à mettre en tête de liste des origines de la crise des *subprimes*.

L'augmentation du volume des crédits est directement liée au relâchement des conditions d'attribution des prêts, mesuré d'une part par le taux de refus et d'autre part par le ratio prêt/revenu. Le taux de refus en 2006 descend à 4% pour atteindre 12 % début septembre 2008 (Source l'Expansion), juste avant la faillite de Lehman Brothers, et pour revenir un an après aux environs de 9%. Le taux Dettes/Revenu est recommandé plutôt à 25% pour être sûr d'obtenir un crédit, les banques allaient au delà du tiers largement en 2006, toujours dans un esprit de concurrence.

Pour reprendre ce qui vient d'être dit, l'augmentation des prêts se déroule dans un climat de concurrence exacerbé entre les acteurs du marché. Les institutions financières se livrent une bataille féroce pour décrocher de nouvelles affaires. Et elles sont aidées par la possibilité de titriser les créances, qui joue le rôle d'effet de levier.

Enfin, l'expansion du crédit est forte là où l'augmentation des prix au m² est la plus forte. Les institutions financières, mais aussi les acteurs directs, agents immobiliers, vendeurs, courtiers en immobilier, ont parié sur une hausse continue des prix. A un moment donné, même entre 2007 et 2008, aucun événement, aussi grave et désastreux soit-il, ne peut briser l'autisme dont souffre le marché de l'habitat. Et comme les taux sont bas, tout le monde se trouve conforté dans ses propres convictions.

1.12 Montants cumulés sur 12 mois des crédits nouveaux aux résidents



Source : StatInfo Banque de France Juillet 2009

Comme on peut le voir dans les deux graphiques ci-dessus, publiés par la Banque de France, le décrochage sur le marché des crédits, y compris crédit à l'habitat, s'amorce principalement à partir du dernier trimestre 2008. Paradoxalement entre l'été 2007 et l'été 2008, les volumes ne sont pas pratiquement pas affectés, alors que la crise des *subprimes*, première partie, est déjà connue.

Mais, le marché du crédit n'est pas seul en cause, voyons plus avant dans la direction de l'innovation financière, replacée dans une perspective historique.

1.2.2.2 LA GRANDE HISTOIRE DE L'INNOVATION FINANCIERE

L'innovation financière et l'attraction pour l'inconnu risqué ne datent pas d'hier. Remplacer le concept de hasard par celui de probabilité signifie que l'avenir est mesurable et contrôlable (Bernstein 1998)²⁹. L'homme, au fil des siècles et parfois de manière heurtée, va prendre conscience qu'il n'est pas l'instrument d'un ou de plusieurs dieux. De l'antiquité à la suite de Fibonacci, la grande fresque du risque et son appréhension se mettent en place. Le triangle de Pascal instaure l'inéluctable et le probable :

$$\begin{array}{c} 1 \\ 1 \ 1 \\ 1 \ 2 \ 1 \\ 1 \ 3 \ 3 \ 1 \\ 1 \ 4 \ 6 \ 4 \ 1 \\ 1 \ 5 \ 10 \ 10 \ 5 \ 1 \\ 1 \ 6 \ 15 \ 20 \ 15 \ 6 \ 1 \end{array}$$

Triangle de Pascal

A la première ligne, l'événement est inéluctable ; la deuxième annonce une probabilité de 50%. Le triangle se calcule ensuite en 2 puissance au carré ou en ajoutant les points. La troisième ligne est donc 2^2 ou encore $1+2+1 = 4$. C'est aussi dans « la Logique de Port-Royal » (1662 1^{ère} édition) qu'A.Arnault et P.Nicole affirmeront que « la peur du mal se doit d'être proportionnelle non seulement à sa gravité, mais aussi à sa probabilité. »

La famille Bernoulli va contribuer à la découverte de toute une série de concepts qui vont être intégrés plus tard et dans la titrisation et dans ses dérivées à plusieurs étages. Daniel Bernoulli va développer le calcul des probabilités et en particulier le concept d'utilité. Selon ce dernier, l'utilité des nouvelles richesses est inversement proportionnelle aux richesses déjà acquises. De l'utilité, on arrive à la loi de l'offre et de la demande. C'est Jacob Bernoulli qui dira « la probabilité est un degré de certitude et diffère de la certitude absolue, comme la partie diffère du tout. »

²⁹ « Plus forts que les Dieux » Peter L.Bernstein 1998, ED Flammarion.

Gauss (1777-1855) nous apporte la courbe qui porte son nom, Galton découvre le retour à la moyenne. Les XVIII^{ème} et XIX^{ème} siècles sont féconds de fondamentaux qui sont à la base de la finance moderne surtout dans la gestion de portefeuille et la gestion des risques. Les notions de variance, de volatilité, tous les ingrédients des modèles d'aujourd'hui sont découverts. La variance mesure comment les observations se distribuent autour de leur niveau moyen. Les incertitudes des rendements sur longue période est moindre que celle des rendements sur courte période. La variance est aussi la mesure statistique de la volatilité d'un rendement par rapport à sa moyenne. Dans le langage de Gauss, c'est l'équivalent de l'écart type.

Plus on avance, plus l'homme a le sentiment de maîtriser son environnement matériel, comme une main mise de l'humain sur la substance. « Plus forts que les dieux », telle est l'illusion où nous entraîne une maîtrise de plus en plus achevée de l'instrument mathématique. A l'instar de Poincaré, les financiers, pensent que « le hasard n'est que la mesure de notre ignorance ». Arrow, véritable père de la gestion des risques, part de l'idée que jamais rien n'est certain. Dans une situation incertaine, le choix ne consiste pas à rejeter ou à accepter une hypothèse, mais à rejeter ou ne pas rejeter celle-ci. La volatilité va devenir un symptôme incontournable sur laquelle la mesure du risque doit compter.

De Bachelier, dont l'idée centrale est que « l'espérance mathématique du spéculateur est égale à zéro », à Markowitz qui introduit la notion d'indépendance de comportement du portefeuille d'actions, par rapport aux actions prises individuellement, nous sommes déjà tout près des nouveaux risques financiers. L'objectif de Markowitz (1952) est d'utiliser la notion de risque pour bâtir des portefeuilles d'investisseurs, « qui considèrent le rendement attendu comme désirable et sa variance comme indésirable ». Il introduit la notion d'efficacité du portefeuille qui correspond à cet effet de balancier entre le rendement attendu et la variance redoutée.

Si on se replace dans une perspective historique de l'innovation financière, définir le risque est le point crucial de cette quête au rendement. Quel est le point d'équilibre pour chacun entre le retour sur investissement et le niveau de risque acceptable ? Il

semblerait que, via la titrisation, il y ait eu une véritable anesthésie de la partie risque, dans la crise de 2008, d'où un réveil d'autant plus brutal. Avec la composante temps, la volatilité représente plus qu'un risque, puisqu'elle augmente les rendements et que certains investisseurs ne sont pas assujettis à la contrainte temps. Markowitz inspire chaque jour les gérants de portefeuille avec ces deux mots clés : sélection et diversification.

Enfin, pour terminer cette mise en perspective de l'innovation financière avant de décortiquer la titrisation et ses corollaires, on ne peut ne pas parler des produits dérivés, qui vont précéder les produits structurés. Historiquement, les produits dérivés, et surtout les futures, sont le produit et non la cause de la volatilité des actifs. Quand les futures ou contrats à terme sont créés en 1865 à Chicago, c'est pour protéger les agriculteurs des variations de cours des matières premières soumises aux aléas climatiques et autres mouvements erratiques. C'est pour assurer un prix à une opération de l'économie réelle que celui qui ne veut pas du risque, va s'en débarrasser auprès de celui qui en fait le commerce. Celui qui se couvre, le *hedger*, rencontre le spéculateur. A contrario, comme le démontre Shiller (2008), les dérivés sont peut-être une partie de la solution pour se protéger sur les marchés immobiliers.

Les options sont plus anciennes et remontent à l'antiquité, mais surtout au XVII^{ème} avec la célèbre affaire des tulipes hollandaises. La première tentative d'évaluation d'une option date de 1900 avec Bachelier, puis Samuelson. Mais, ce sont Black, Scholes et Merton qui vont développer un modèle très complexe dont les quatre éléments de base sont simples à appréhender, à savoir : le temps, les prix, les taux d'intérêt et la volatilité. Ce modèle est la référence internationale retenue pour les options aujourd'hui, même s'il est aussi critiqué. Le modèle ne tient pas compte des coûts de transactions par exemple et a pour cadre un marché sans zone de friction.

On peut dire que la science du risque génère de nouveaux risques. La cindynique, la science du danger, va créer de nouveaux dangers. Mais l'innovation est-elle vraiment à l'origine de tous les maux ou, à l'instar de Galbraith (1992), il n'y a que des pseudo innovations. Les crises financières alors sont portées par l'euphorie et par une adhésion toujours plus puissante à cette innovation, qui ne serait que les nouveaux

vêtements de techniques déjà bien rôdées. La titrisation ne date pas de 2007-2008, mais s'est ramifiée au fil des ans. Quand un produit nouveau arrive sur le marché, il rencontre d'abord une certaine réticence (Rochet 2008), puis devient frénétiquement indispensable. Comme la hausse des actifs convainc les convaincus dans leur choix et les timides à franchir le pas, le choc devient d'autant plus violent. Nous allons donc décliner la titrisation.

1.2.2.3 LA TITRISATION : LE PROCESSUS INITIAL

La titrisation apparaît en 1970 aux Etats-Unis avec les deux grands agences du refinancement hypothécaire, Freddie Mac et Fanny Mae, qui assurent la liquidité du marché du crédit immobilier en rachetant les créances aux banques.

Fanny Mae (*Federal National Mortgage Association*), créée en 1938, pour lutter contre la grande dépression, et Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), en 1970, sont des entreprises privées qui bénéficient d'une ligne de crédit, garantie par l'Etat américain, *Government Sponsored Enterprises*. Cette garantie leur permet d'avoir des coûts de refinancement extrêmement bas : leurs clients ne sont pas les particuliers, mais les établissements de crédit à qui elles rachètent les prêts immobiliers. A ce duo, il faut ajouter le nom de Ginnie Mae (*Government National Mortgage Association*) qui bénéficie d'un statut différent. C'est une société entièrement publique, sans actionnaire, dont les titres sont d'une qualité proche de celle des Bons du Trésor américain.

Mais, si l'on regarde leur évolution, les deux entreprises croissent à un rythme soutenu et Freddie Mac voit son volume tripler entre 1995 et 2007. Fin Mai 2008, leurs engagements s'élèvent à 5 200 milliards de dollars. Leurs activités vont prendre de l'ampleur grâce à la titrisation. Freddie Mac est à l'origine de la première émission obligataire, qui aura lieu en 1971, de *Mortgage Backed Securities* (titres adossés à des prêts immobiliers).

Les deux sociétés ont souvent été accusées d'opacité et Fannie Mae a déjà été condamnée par la Security Exchange Commission à rembourser 9 milliards de dollars

pour avoir manipulé ses comptes sur des produits dérivés. Selon une loi votée en 1992, si le niveau de fonds propres de l'une ou l'autre entreprise est jugé insuffisant, elles peuvent être placées sous tutelle. Ce qui arrive en septembre 2008.

La fonction de la titrisation consiste à transformer des prêts bancaires illiquides en titres facilement négociables sur des marchés de gré à gré, à travers des SIV (*Special Investment Vehicles*), désormais appelés « conduits ». Autrement dit, une banque cède des prêts à un conduit qui finance cette acquisition en émettant des titres. Ces titres sont vendus à des investisseurs qui perçoivent un revenu issu des prêts. Ce revenu se décompose en intérêts et remboursement du capital.

Le processus de transformation d'un actif peu liquide en titre négociable est donc la titrisation. Par contre, plus on va s'éloigner de l'opération de départ, plus on va rentrer dans l'ère de la titrisation de deuxième génération et de celle des produits structurés. Les titres, dont nous détaillerons quelques appellations un peu plus loin, vont être différents des crédits originaux et dans leur nature et dans leurs modalités de paiement. Il va y avoir autant de distance entre le produit d'origine et le produit titrisé, voire structuré, qu'entre le pétrole brut et le bâton de rouge à lèvres qui est un dérivé de la matière première. Ou si nous restons dans l'analogie, on peut comparer les produits structurés à une sorte de perversion des graines, tout comme les Organismes Génétiquement Modifiés, (Bourguinat 2008). Nous évoluons alors dans un monde où la « granularisation » et la dissémination des risques vont jeter un voile de danger diffus plus ou moins dense, dont on ne saura plus très bien l'origine et dont on ne verra pas tout de suite les victimes.

Pourtant, la titrisation a des aspects positifs. De part le transfert du risque crédit, quand Bâle II augmente les exigences de fonds propres, la banque prêteuse reconstitue ses fonds propres au fur et à mesure qu'elle titrise. Par ce moyen là aussi, comme elle ne mord pas sur ses fonds propres, elle peut pratiquer des taux bas très attractifs. Le contexte d'une économie globalisée, où les banques se livrent une concurrence féroce n'est évidemment pas absent de la perversion du système. Celui qui ne joue pas le jeu de la compétition, disparaîtra dans les vagues de concentration bancaire successives.

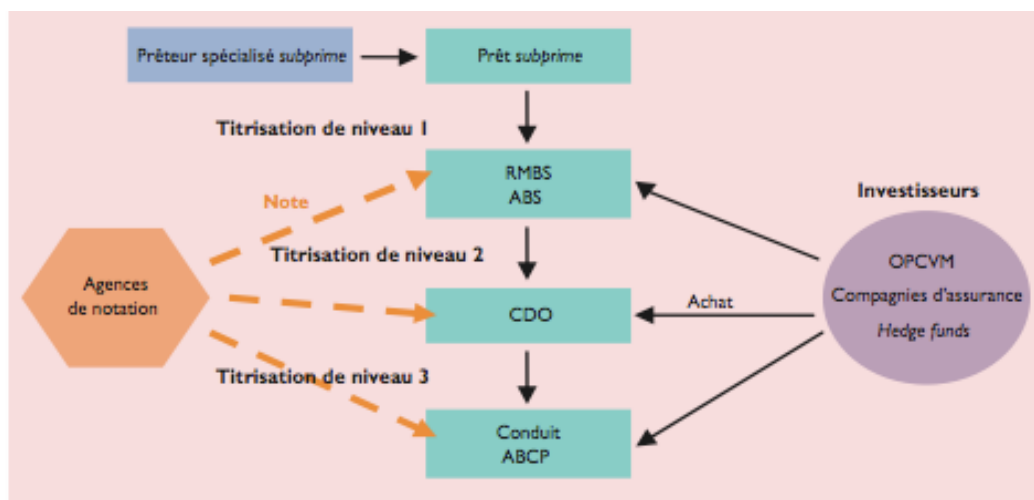
Le processus dans lequel se développent nos mauvaises graines est celui de la désintermédiation et de la marchéisation.

1.2.2.4 LA GAMME DE PRODUITS

Historiquement, les premiers fruits de la titrisation s'appellent les MBS (*Mortgage-Backed Securities*). Ce sont des titres représentatifs de prêts hypothécaires, liés au financement de l'immobilier. Quand l'immobilier est résidentiel, on parle de RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*), quand il est commercial, ce sont des CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*).

D'une manière générale, nous avons les ABS (*Asset-Backed Securities*) qui sont des titres représentatifs d'un portefeuille d'actifs financiers hors prêts hypothécaires (crédits à la consommation, prêts automobiles, étudiants...).

1.13 La titrisation à trois niveaux

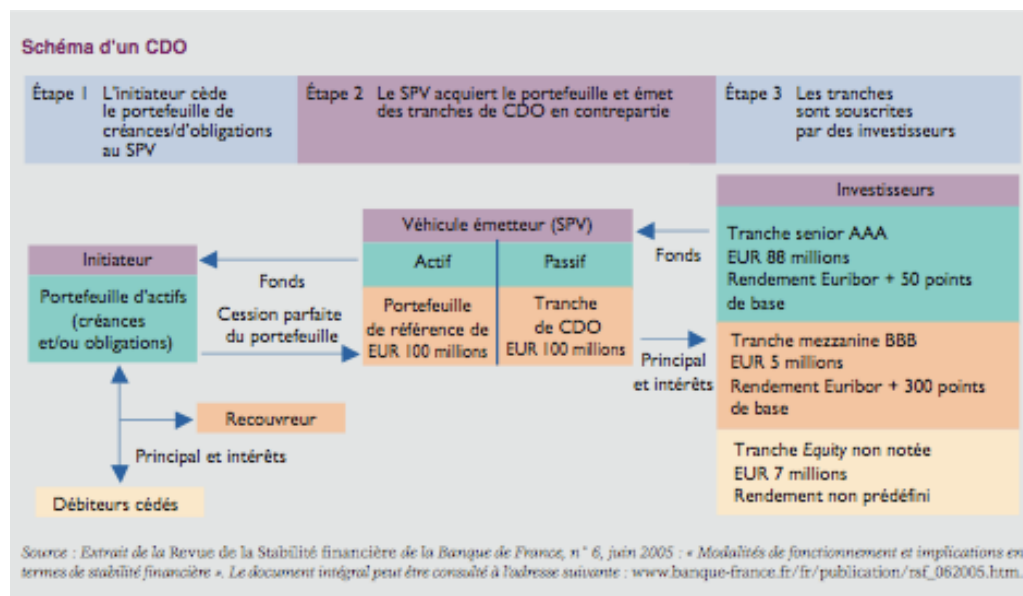


Source Commission bancaire

Enfin, l'innovation financière a continué dans cette direction, en développant toute une gamme de titres garantis par des créances, autrement dit les CDO (*Collateralised Debt Obligations*). Ce sont des titres représentatifs de créances bancaires ou de titres de créances négociables ou encore de dérivés de crédit. Ils se déclinent sous forme de CLO (*Collateralised Loan obligations*) dans le cas de prêts bancaires comme sous-jacent, de CBO (*Collateralised Bond Obligations*) dans le cas d'un sous-jacent obligataire, de CSO (*Collateralised Synthetic Obligations*) où la base est des dérivés

de crédit, de CDO² ou CDO de CDO... Arrivés à ce stade, on commence à se dire que l'on perd la traçabilité de l'opération initiale.

1.14 le schéma d'un CDO



Source Commission bancaire

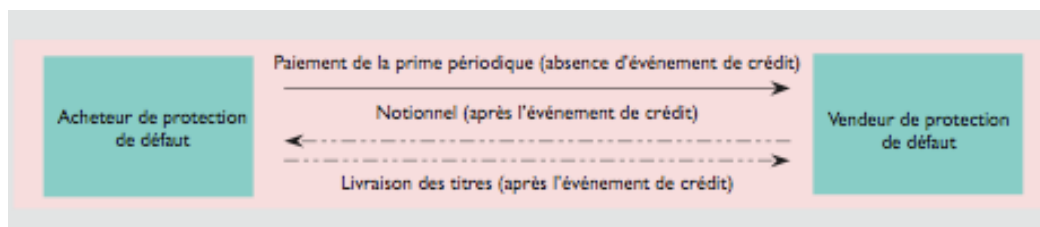
Et qu'entend-on par traçabilité ? La définition logistique, par exemple, permet d'éclairer le propos : « Avec la croissance des échanges internationaux ainsi que les exigences de visibilité en constante augmentation, la traçabilité devient une exigence incontournable dans la chaîne logistique qui relie le fournisseur de matières premières au consommateur ultime. Cette traçabilité permet d'assurer que le produit est conforme à toutes les exigences légales et commerciales aussi bien au niveau de ses composants (leur pureté, leur provenance géographique et commerciale, la conformité aux critères organiques...) que de son acheminement (absence d'exposition à des agents indésirables) »³⁰. On peut se demander si le consommateur ultime en matière de titrisation, à savoir l'investisseur, a pleinement conscience du risque réel encouru.

Mentionnés précédemment, les dérivés de crédit, ou CDS (*Credit default swaps*), sont des instruments qui permettent de transférer tout ou partie du risque de crédit, par contrat. Ce risque porte sur un tiers, appelé entité de référence et peut prendre la forme d'un risque de faillite, de difficultés de paiement ou de baisse de notation. « La

³⁰ Nicholas SEIERSEN : Directeur KPMG, MBA, P. Log. et éditeur exécutif, LQ Magazine, <http://www.techniques-ingenieur.fr>

contrepartie vendeuse de protection prend le risque de crédit sur l'entité de référence à des fins d'investissement ou d'arbitrage. », comme le souligne la Commission bancaire³¹. Le procédé d'échange se fait par un swap qui comprend une partie périodique et une partie récurrente. La partie périodique est une prime versée par l'acheteur de la protection au vendeur de la protection, exprimée en points de base du notionnel du swap, appelée généralement *spread* ou prime du CDS. Elle est versée sur base trimestrielle, les 20 des mois de mars, juin, septembre et décembre. La partie récurrente du swap ne joue que si l'acheteur de la protection fait appel de cette protection, et cet appel ne survient que si un événement de crédit, prédéfini par le contrat, intervient.

1.15 Le schéma d'un CDS



Source Commission bancaire

En terme de volume, selon les chiffres de la Banque des Règlements Internationaux repris ci-dessous, nous sommes, en juin 2008, à près de 58 000 milliards de dollars d'encours, encours qui se contracte dès décembre 2008 à un peu moins de 42 000 milliards de dollars.

1.16 Les volumes des CDS

	Dec 06	Jun 07	Dec 07	Jun 08	Dec 08
Credit default swaps	28,650	42,581	57,894	57,325	41,868
Single-name instruments	17,879	24,239	32,246	33,334	25,730
Multi-name instruments	10,771	18,341	25,648	23,991	16,138

Source BRI

Enfin dernier aspect à voir dans ce panorama, ce sont les produits structurés et découpés en tranches de risque. On peut évoquer là des instruments titrisés de la seconde génération, en ce sens que le processus de transformation ne porte plus sur un

³¹ Banque de France, documents et débats, n°2 février 2009, ainsi que les trois graphiques. Voir aussi Technique de marché des dérivés de crédit, Revue de Stabilité financière, BDF 4/06/2004.

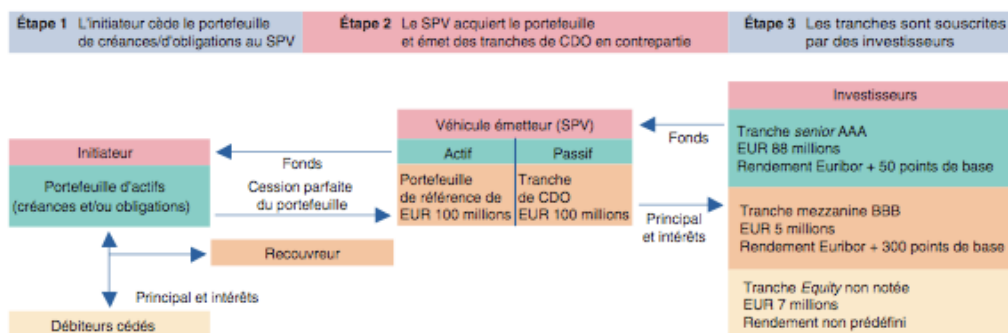
portefeuille homogène, mais un ensemble d'instruments financiers négociables et des dérivés de crédit.

Les trois niveaux de risque sont :

- la tranche « senior », avec un rating AAA qui présente la meilleure qualité ;
- la tranche « mezzanine » plus risquée a un rendement encore identifié et a une notation BBB ;
- la tranche « *equity* » est définitivement la plus exposée et n'a pas de rendement déclaré.

1.17 Schéma d'un CDO de flux

Schéma d'un CDO de flux



Source Commission bancaire

Les CDO synthétiques constituent la phase ultime en matière de sophistication financière, puisqu'il y a transfert du risque assorti de l'écart (*spread*) de rentabilité. Le support de l'opération est un ensemble de CDS. L'avantage est qu'il n'y a pas de cession d'actifs, ni de gestion des flux.

Au-delà de la simple énumération des instruments, il ressort déjà une complexité de plus en plus dense, complexité que nous allons analyser plus en détails pour essayer de comprendre les dérapages.

1.2.2.5 LES DÉRIVES DES DÉRIVÉS

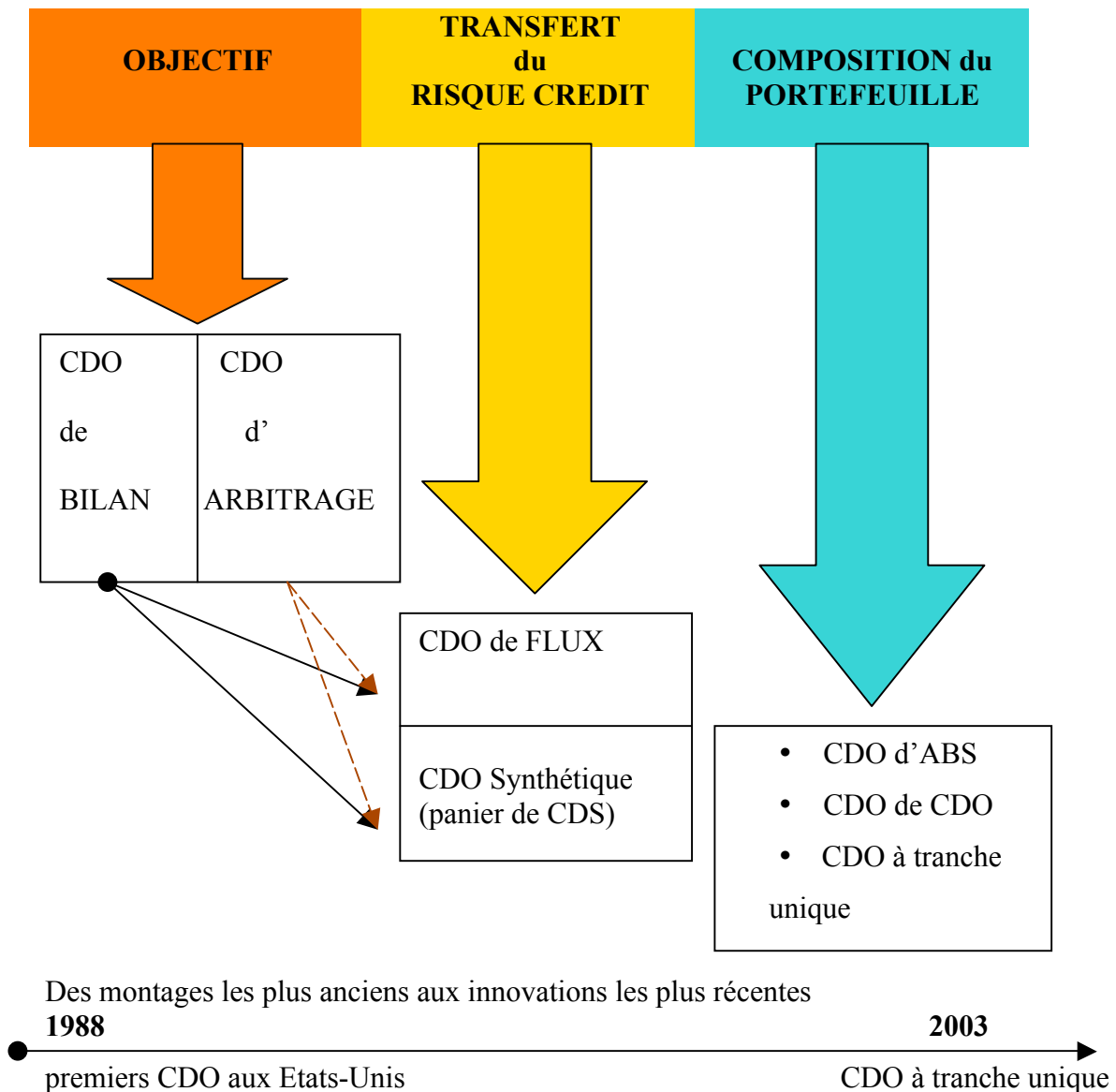
Grâce à une typologie assez claire et identifiée (Cousseran et Rahmouni 2005), nous allons tenter une esquisse d'arborescence pour comprendre comment d'un système sain et relativement simple, on est arrivé à une titrisation absolue, de plus en plus morcelée et donc complexe et

totalement opaque pour l'utilisateur final. La typologie retenue est celle d'un classement des CDO selon trois critères :

- Le premier critère est celui de l'objectif de la transaction : Les CDO de bilan sont des transferts d'actifs et/ou du risque crédit vers une entité juridiquement distincte. Parmi les avantages, on peut compter la libération de fonds propres, pour faire plus de crédits et parallèlement une réduction des coûts de financement. Si l'on continue sur le critère de la transaction, nous trouvons les CDO d'arbitrage qui cherchent à dégager un écart (*excess spread*) entre le rendement moyen du portefeuille sous-jacent et la rémunération des tranches. Dans ce cas là, l'initiateur de l'opération ne détient pas forcément le portefeuille en amont, mais peut l'acquérir via les marchés.
- Le second critère est le mode de transfert du risque de crédit, qui se fait soit sous forme de CDO de flux soit sous forme de CDO synthétique, synonyme de dérivés de crédit. Les CDO de bilan et ou d'arbitrage peuvent revêtir la forme de CDO de flux et fonctionnent alors via une cession parfaite (*true sale*) : ils sont bien des CDO de flux. Mais les CDO de bilan et/ou d'arbitrage fonctionnent aussi sous forme synthétique en s'appuyant sur des acquisitions de protection via les swaps de défaut, conclus avec le véhicule émetteur du CDO. En fait les CDO synthétiques sont adossés à un panier de CDS.
- Le dernier critère est la composition du portefeuille. Comme nous l'avons déjà mentionné précédemment, si le sous-jacent d'un CDO est constitué par des prêts bancaires, cela devient un CLO (*Collateralised Loan Obligations*) ; si ce sont des titres obligataires *corporate*, cela devient un CBO (*Collateralised Bond Obligations*) ; pour les CDO synthétiques qui s'appuient sur des dérivés de crédit, on parle de CSO (*Collateralised Synthetic Obligations*) ou de CDO à tranche unique. Enfin un portefeuille composé de produits structurés sera un CDO d'ABS, ou CDO ², voire au cube.

Si on devait illustrer le propos par un graphique, il pourrait être représenté ainsi :

1.18 Vision synthétique de la titrisation actuelle



Une fois que la gamme des produits est organisée selon cette typologie, nous allons mettre en exergue les difficultés, voire les dangers de ces produits, puisque, au départ, la titrisation reste un mécanisme sain (Cousseran, Rahmouni 2005, de Larosière 2008, Eichengreen 2008).

D'une manière générale, la première difficulté rencontrée est de mesurer la taille du marché. La taille va conditionner le nombre de contreparties et donc la liquidité. Cette dernière va à son tour influencer sur l'ampleur du risque. Un marché qui devient illiquide peut engendrer un risque systémique. Nous sommes au cœur de la problématique de cette recherche, puisque nous

sommes dans une approche cindynique à savoir la science du danger. En l'espèce, le danger va être très difficile à quantifier. Malheureusement, les données quantitatives connues sont des mesures de volumes d'émission et non d'encours à un instant précis. Les détenteurs d'information sont les agences de notation, et nous verrons plus loin quel rôle, pour le moins ambigu, elles ont joué. Ce sont aussi les banques d'investissement et là aussi, nous sommes en plein conflit d'intérêts. De nombreux placements ne sont pas notés, ce qui représente un pas de plus vers l'opacité. Pour les CDO de flux, les tranches émises correspondent en principe au sous-jacent. Il n'en est pas de même pour les CDO synthétiques, puisqu'il y a des décalages entre les tranches émises et le portefeuille de dérivés sous-jacent. Comme les instruments portent beaucoup sur des *spreads*, la tendance naturelle va être de minimiser la taille des marchés de CDO synthétiques et par conséquent l'ampleur du risque. A contrario, si on prend en compte la totalité du sous-jacent pour les CDO à tranche unique, on va se retrouver à surévaluer le risque, puisque une seule partie du portefeuille est transféré. Pour rester prudents, il faut constater que les risques ne sont pas additifs, mais multiplicatifs (Bourguinat 2008).

Une autre difficulté majeure réside dans la complexité croissante des produits, puisque, depuis la création des premiers CDO aux Etats-Unis en 1988, la gamme des produits n'a cessé de croître et la nature des sous-jacents de se transformer. La grande accélération date de la fin des années quatre-vingt-dix avec le développement du marché des dérivés de crédit. A cette époque, les dérivés classiques sont déjà complètement maîtrisés. On va pouvoir construire, comme un jeu de *Lego*, une multitude de nouveaux instruments, qui vont soit rechercher l'arbitrage, très souple dans sa formulation, car dévoreur de *spreads*, soit se développer sous forme synthétique : lorsque le montage est partiellement financé, le coût de financement du CDO est réduit d'autant. Entre les débuts de la titrisation et l'avant *subprimes*, on assiste à une mutation génétique (Bourguinat 2008).

Si l'essor est tel, c'est qu'il y a des investisseurs pour les acheter. Chronologiquement les acteurs de ces marchés ont d'abord été les établissements de crédit (acheteurs de protection et vendeurs nets de CDO) et des compagnies d'assurance, principalement spécialisées dans le risque crédit, dites *monoline*, qui sont en sens inverse. Puis, les *hedge funds* sont devenus des gros intervenants ainsi que les banques agissant pour compte propres. Les *hedge funds* ne sont pas d'ailleurs soumis au même ratio prudentiel que les banques qui ne peuvent prêter que douze fois leurs fonds propres. Ils vont utiliser l'effet de levier en prêtant jusqu'à cinquante fois leur

capital (de Larosière 2008). Ils vont contribuer à densifier le système et le rendre encore moins lisible, tout en augmentant les risques. Enfin, les gérants de fonds traditionnels et les banques d'investissement pour compte de tiers sont venus gonfler les rangs des investisseurs.

Quels sont les risques propres à ces nouveaux instruments ? En dehors de la notation qui fera l'objet d'un développement particulier, le transfert du risque donne l'illusion contribuer à la stabilité financière, comme on peut le lire dans divers articles de la Commission bancaire en 2004 et 2005. Nous sommes déjà dans le paradoxe de la sécurité. Mais qui dit transfert, dit aussi dispersion, dissémination, saupoudrage du risque qui va s'étendre partout, grâce à la globalisation, comme les détracteurs des OGM (organismes génétiquement modifiés) pour les champs avec ces nouvelles graines qui répandent le danger par contamination.

En effet, tout ce développement a pu avoir lieu que parce nous sommes passés d'un modèle où les banques étaient le centre du système à un système de marché (de Larosière 2008). De l'intermédiation traditionnelle, on est passé au « *originate and distribute* » (initier et distribuer) via la titrisation qui a permis de dégager des fonds propres, alors que les banques devaient satisfaire les nouvelles exigences de Bâle II.

La gestion de tels instruments de manière interne peut soulever de nombreuses difficultés. De même, l'évaluation du risque de signature est d'autant plus ardu qu'il ne s'agit pas d'évaluer une signature, mais plusieurs qui interviennent à différents stades du processus. Enfin, et ceci est récurrent pour Bâle II, mais aussi pour les débuts de la juste valeur, le risque de modèle est bien présent et les modèles eux-mêmes atteignent une complexité rare, d'autant plus que le marché secondaire des CDO est très étroit et devenu inexistant au moment des événements de septembre 2008. Malgré les simulations de crise poussées sur le portefeuille des banques, on peut se demander si les simulations ont été suffisantes (Eichengreen 2008). Pire, la possibilité que toutes les sources de financement de la banque puissent s'arrêter au même moment ou presque n'était pas au programme des scénarios envisagés. En septembre 2007, on nous disait encore que les banques avaient une grande marge de manœuvre en matière de fonds propres.

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous continuerons à développer cette idée de paradoxe de la sécurité, tout comme Minsky parlait du paradoxe de la tranquillité et Borio celui de la crédibilité en évoquant et les banques centrales et les règles prudentielles de Bâle II. C'est

encore une fois au moment où le monde financier et bancaire se dote d'instruments qui doivent adhérer à la réalité de marché comme la juste valeur et le nouveau ratio de solvabilité que le risque systémique est apparu dans son ampleur destructrice. Toujours selon Borio, « la titrisation, supposée être un nouveau modèle destiné à mieux distribuer le risque et la sécurité, a finalement distribué la peur. » Ou encore Read en 2009, qui développe longuement le facteur peur.

Danger, peur, risque systémique : vocabulaire effrayant qui pourtant nous conduit à poursuivre notre étude en dressant un état des lieux contradictoire autour de la problématique. Nous allons passer en revue les coupables désignés de la crise, confronter les point de vue et aborder en profondeur les règles prudentielles sous l'angle cindynique.

CHAPITRE 2

ETAT DES LIEUX CONTRADICTOIRE AUTOUR DE LA PROBLEMATIQUE

En avançant dans notre recherche, le danger devient omniprésent, tel un nuage toxique qui envahit sournoisement la planète finance. Comme les Etats européens, suite à la catastrophe de Seveso en Italie, se sont dotés d'une politique commune en matière de prévention des risques industriels majeurs, les institutions financières cherchent à se prémunir contre tout retour du risque systémique de l'automne 2008. Mais qui dit situation de crise, dit aussi origine de la crise. Très vite, il a fallu trouver des coupables. Nous avons vu précédemment qu'une titrisation dégénérée, au sens de perversion d'un gène, pouvait expliquer une partie du problème. L'innovation financière, corollaire de la titrisation, a été pointée du doigt. Mais ce ne sont pas les seules : les agences de notation, les règles prudentielles et les règles comptables, voire les trois ensemble, sont déclarées coupables ! Nous allons donc étudier les implications de chaque partie, mais aussi les polémiques qui ont suivi et les prises de position en la matière.

Au rang des accusés, nous trouvons les agences de notation, qui sont mentionnées à deux niveaux. D'abord au titre de Bâle II, les banques peuvent recourir à leurs notations pour la partie risque crédit et opérationnel. Mais aussi, le rating généreux des produits structurés, souvent erroné, a faussé le processus de décision des investisseurs. Parmi les autres co-accusés, la juste valeur, amendée en catastrophe en octobre 2008, est, selon certains, coupable de procyclicité, amplifiée par les exigences accrues en matière de fonds propres issues justement de Bâle II. Le débat va donc prendre corps. Puis, nous passerons à la remise en question des règles prudentielles. L'étude progresse, avec en toile de fond, le paradoxe de la sécurité et la volonté d'approcher le risque zéro. Dans cette perspective, nous évoquerons aussi les *stress tests* et les études d'impact, menées par le Comité de Bâle.

2.1 DE LA MAUVAISE CONJONCTION DES REGLES COMPTABLES ET PRUDENTIELLES

« Nos économies ont besoin de banques plus solides et mieux capitalisées. Elles exigent plus de transparence et de régulation des entités financières non bancaires. Elles ont besoin que les règles en matière prudentielle et comptable soient davantage contra cycliques. »
C.Noyer, 26 Octobre 2009³²

Nous commencerons par les agences de rating, abordées tant du point de vue historique que théorique. Nous verrons si nous avons une chance d'aller vers plus d'efficacité en repensant le modèle de gouvernance de ces mêmes agences. Dans un deuxième temps, nous reparlons de la juste valeur avant et après la crise, en ouvrant de nouvelles pistes, pour terminer par une synthèse, qui ne sera pas définitive, car le sujet est toujours en pleine évolution.

³² Intervention de C.Noyer, Gouverneur de la Banque de France, à Singapour dans le cadre du Forum financier Paris-Europlace.

2.1.1 DU ROLE DES AGENCES DE NOTATION

2.1.1.1 DE TRES VIEILLES INSTITUTIONS

Les principales agences de rating financières, Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings, ont été créées au XIX^{ème} et début du XX^{ème} siècle. Bien sûr, elles ont évolué et fusionné à plusieurs reprises pour atteindre la forme achevée, et critiquée, que nous connaissons aujourd'hui.

L'origine de ces agences est avant tout l'évidence pour le fondateur de Standard & Poor's que le public a le droit de savoir (« *The public has the right to know* » Henry Varnum Poor 1812-1905). Alors que les grands capitaines d'industrie de l'époque renâclent à partager cette information financière si précieuse, ce sont d'abord le domaine des chemins de fer qui sera l'objet des premières analyses. Puis, l'électricité et le pétrole suivront. En 1890 est publié *The Poor Handbook : Investment Securities*. S&P vivra au rythme des aléas economico-financiers des Etats-Unis. En 1957, l'agence crée son indice phare, le S&P 500, et cinq ans plus tard elle devient elle-même une société cotée en bourse de New-York. Enfin, en 1966, c'est le monde de l'édition et celui de l'information financière qui fusionnent, puisque Standard & Poor's devient une filiale de McGraw Hill qui élargit ainsi sa gamme de publications.

John Moody, lui, a commencé par publier un livre d'information et de statistiques sur les actions et les obligations qui en 1903, avec l'explosion des transports d'ouest en est, aux Etats-Unis, a connu un succès sans précédent. De même, Fitch a démarré ses activités comme éditeur de statistiques financières. C'est en 1924 que Fitch crée la notation par lettre, dont le triple A deviendra le rêve de toute société appelée à devenir un « blue chips ».

Avant de revenir sur le système de notation et les conséquences de celle-ci, quelques chiffres pour appréhender la réalité de la couverture financière des agences. Standard & Poor's est présent dans 23 pays, note un encours de 32 trillion (10¹⁸) de dettes et

émet donc un million de ratings par an.³³ Moody's affiche 9 300 comptes clients, évalue cent pays, 12 000 émetteurs entreprises et 29 000 émetteurs publics, ainsi que 96 000 produits structurés. Ils sont présents dans 27 pays. Enfin, Fitch est encore plus expansionniste, avec cinquante bureaux dans le monde et une couverture de cent cinquante pays. Ces chiffres n'ont d'intérêt que par leur énormité, cette zone où on n'arrive plus à compter les zéros tellement il y en a. Tout changement dans la note va avoir un impact énorme sur le cours de Bourse ou sur le placement de tel emprunt obligataire. A contrario, une bonne note va rassurer et va en quelque sorte donner à l'investisseur la certitude qu'il est sur la bonne voie. Jusqu'au moment où les erreurs se sont multipliées de manière spectaculaire et où, soudain, le conflit d'intérêt est apparu comme intolérable.

L'activité principale des agences de notation consiste à émettre périodiquement des avis sur la qualité des crédits - la capacité à honorer les obligations financières (*creditworthiness*) - d'un émetteur ou d'un instrument financier particulier. Ces notations de crédit, qui se fondent sur les flux de revenus, la structure des bilans et les performances financières de l'entité notée, classent les émetteurs selon des catégories qui correspondent à des degrés plus ou moins importants de risque de défaillance, comme repris dans le tableau ci-dessous : de risque élevé qui rentre dans la « catégorie spéculative » à risque faible, qualifié « catégorie investissement ».

Les agences de notation ont diversifié leur offre de produits financiers et ne se limitent pas à ce genre d'activité, mais proposent aux émetteurs par exemple des conseils en investissement.

³³ Ce chiffre comprend les mises à jour et les révisions de note à la hausse ou à la baisse.

2.1 Echelle de notations des trois agences

Annexe 1 : Typologie des notes de long terme, comparaison entre les agences

	Catégorie	Cran	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Investissement	1	1	AAA	Aaa	AAA
	2	2	AA+	Aa1	AA+
		3	AA	Aa2	AA
		4	AA-	Aa3	AA-
	3	5	A+	A1	A+
		6	A	A2	A
		7	A-	A3	A-
	4	8	BBB+	Baa1	BBB+
		9	BBB	Baa2	BBB
	5	10	BBB-	Baa3	BBB-
Spéculative	6	11	BB+	Ba1	BB+
		12	BB	Ba2	BB
		13	BB-	Ba3	BB-
	7	14	B+	B1	B+
		15	B	B2	B
		16	B-	B3	B-
	8	17	CCC+	Caa1	CCC+
		18	CCC	Caa2	CCC
		19	CCC-	Caa3	CCC-
		20	CC	Ca	CC
		21	C D	C	C D

Source Rapport de l'AMF 2008, annexe 1

Au terme de cet historique, il convient de souligner encore et encore le lien entre les agences de notation et l'information. Nous allons voir qu'elles s'inscrivent dans la théorie et du signal et de l'information.

2.1.1.2 LES AGENCES DE NOTATION : LE CONTEXTE THEORIQUE

Si la connection - agence de notation et information - paraît comme faisant partie de la même « substantifique moelle », il est intéressant de retracer les liens avec les différentes théories.

D'après Hartley et Nyquist tout d'abord, l'information se mesure de manière quantitative et de manière logarithmique (Hartley, 1928)³⁴. Shannon (1948-1949)³⁵ ajoute deux choses : une distinction claire entre « la source d'information » et « le canal de communication » d'une part, et le caractère probabiliste de l'information, d'autre part. La théorie de l'information ne doit pas être confondue avec la théorie des communications. Cette dernière est la science de l'acheminement des signaux, un signal étant le phénomène physique qui représente la grandeur abstraite qu'est le message. La théorie des communications englobe celle du signal proprement dit, celle du bruit, ainsi que les problèmes liés aux fonctions de modulation, de transmission et de détection. Selon le modèle de communication de Shannon, la source émet un message qui est donc énoncé par l'émetteur, via un canal avec un signal qui est la source du bruit, qui va au récepteur et pour arriver à destination (destinataire).

Les agences de notation deviennent donc la source en émettant un message, la notation, qui est donc publiée par ces mêmes agences, qui véhicule un signal : bon (maintien voire hausse de la note) ou mauvais (mise sur alerte ou abaissement de la note). Ce signal va être à la source d'une réaction dans les marchés et va toucher tous les investisseurs, directement ou indirectement.

Si on prolonge le raisonnement maintenant vers l'efficacité des marchés (Fama 1965, 1970), on fait le lien avec ce qui précède. L'efficacité est l'aptitude d'un organe à réaliser sa fonction. Un marché est alors dit efficace, si les prix qui s'y forment constituent des signaux fiables pour les décisions d'allocations de ressources. Il existe trois types d'efficacité. L'efficacité allocationnelle, en premier lieu, pose le principe que le marché est capable d'orienter les fonds vers les emplois les plus productifs et contribue ainsi à un développement satisfaisant de l'économie. L'efficacité peut être opérationnelle : les intermédiaires financiers mettent en relation de manière satisfaisante les offreurs et les demandeurs de capitaux et ce au coût le plus faible, tout en retirant une juste rémunération. Enfin, l'efficacité peut revêtir une forme informationnelle : à tout moment, le cours boursier reflète toute l'information disponible concernant la vie de la firme, ainsi que l'influence des événements sur les

³⁴ In Oswald J. (1986), *Théorie de l'information ou analyse diacritique des systèmes*, Masson.

³⁵ Idem.

performances futures de la firme. Ces trois types d'efficience sont interdépendants. Les agences de notation sont des acteurs de premier plan dans l'efficience informationnelle.

Pour poursuivre dans la direction de l'information, cette dernière peut être considérée comme une simple donnée naturelle (LeMoigne³⁶), mais présente un caractère ternaire. Il s'agit de la combinaison d'un signe, d'un sens et un contexte d'action. Si nous adossons ce rythme aux agences de rating, la note est un signe, qui dégage un sens et va se placer forcément dans un contexte d'action, voire de décision de l'investisseur. Un abaissement de note va être porteur du sens que les perspectives de développement d'une entreprise sont mauvaises et l'investisseur va vendre ses actions. Il va y avoir une appropriation de la nouvelle pour en déduire une décision de vente. Une bonne nouvelle, via un relèvement de notes, produit l'effet inverse et entraîne une décision d'achat. Pendant la crise 2007-2008, les abaissements de rating ont été fréquents et les avertissements sur résultats encore plus. Chaque signal négatif confortait les agents économiques dans leur sentiment de défiance.

L'information provient de données endogènes à l'entreprise, comme les données comptables ou les communiqués de presse. Ou elle provient de données exogènes comme l'annonce des concurrents, les communiqués des commissaires aux comptes, les communiqués des organismes réglementaires, le rating de l'entreprise (avec d'éventuels mouvements sur celui-ci)... Des événements indépendants de l'entreprise comme l'évolution du cours de change, des taux d'intérêt... rajoutent de l'information.

Pour ce qui est de l'information comptable, les analystes financiers sont confrontés à un triple problème : la véracité des informations, leur qualité et leur normalisation. L'affaire Enron et la comptabilité créative ont entraîné la modification de la législation, non seulement à travers les Lois Sarbanne Oxley et de Sécurité financière, mais aussi, aux Etats-Unis, avec le *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006. En effet dès le début des années 2000, les agences de notation ont prêté le flanc à la critique. Le grand reproche de l'époque était le manque de prospective des analyses financières

³⁶ In **Oswald J.** (1986), *Théorie de l'information ou analyse diacritique des systèmes*, Masson.

réalisées, alors que les *Credit Rating Agencies*, CRAs, se sont abritées derrière le principe d'évaluation de la capacité à rembourser.

Pourtant, en 2006, le préambule du *CRA Reform Act* commence par la phrase : « Pour améliorer la qualité des notations dans l'intérêt de la protection des investisseurs et dans l'intérêt du public, en favorisant la comptabilisation, la transparence et la compétition, il a été décidé par le Sénat et la Chambre des Représentants de... » Quelles sont donc les règles qui doivent améliorer le rôle des agences et lutter contre les conflits d'intérêt, par exemple en matière de rémunération ? L'*Act* affirme que les CRAs doivent avoir une autorité statutaire au-dessus d'eux, qui sera la *Security Exchange Commission*, l'autorité des marchés financiers aux Etats-Unis. La loi va aussi ouvrir le marché à de nouveaux entrants, pour éviter la concentration des ratings dans les mains des trois grands. Les agences devront remettre un rapport annuel sur l'historique de la construction de la note et, surtout, bien départager l'activité de conseil de celle de notation proprement dite. Enfin, la rémunération des cadres des agences devra être indépendante des résultats de l'agence.

Malheureusement ce texte ne sera pas suffisant. La volonté d'ouvrir le marché à des nouveaux entrants pour stimuler la concurrence reste, par exemple, encore au rang de vœu pieu, tellement les obstacles pour les nouveaux venus sont infranchissables. Nous allons voir ce qui attend les agences de notation avec les différentes opinions émises en la matière.

2.1.1.3 VERS PLUS D'EFFICACITE DANS LE CONTROLE DES AGENCES

Des agences indispensables, mais incontrôlables et insuffisamment contrôlées, des conflits d'intérêt, une méconnaissance des risques en matière de produits structurés: les critiques sont nombreuses et font figurer les CRAs au rang des coupables. Même si la présomption d'innocence (Aglietta 2008) peut être invoquée, il n'en demeure pas moins que leur rôle et leur pouvoir, ce qui n'est la même chose, sont au cœur d'une partie de la crise et de son appréhension.

Le premier constat est qu'une erreur de rating est de fait une preuve de désaveu. Quand il faut abaisser la note, ou quand la note attribuée est tellement loin de la réalité, c'est toute la méthodologie des analystes qui est en cause, comme ça a été le cas des produits structurés.

Dans le rapport 2008 de l'AMF, publié en 2009, il est fait un rappel de la situation internationale en matière d'agences de notation. En avril 2008, le Forum de la Stabilité Financière a demandé à l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO en anglais) de revoir son code de conduite pour les agences de notation, surtout en matière de rating des produits structurés, de résolution des conflits d'intérêt pour la rémunération des analystes financiers. Enfin, les CRAs devront être à même de fournir des informations complémentaires aux investisseurs sur les méthodologies et les critères utilisés dans l'établissement de la note.

L'OICV aussi reprend les mêmes problématiques, à savoir la transparence des agences, les conflits d'intérêt et la compétition qui devrait être plus large et qui permettrait de lutter contre les situations de monopole. L'Europe n'est pas en reste, puisqu'elle se place dans la droite ligne de l'OICV, en renforçant le rôle du CESR (*Committee of European Securities Regulators*). Ce dernier reçoit une lettre de mission: mener à bien la conformité entre les règles relatives aux *CRAs* et le code et principes fondamentaux qui régissent l'OICV. Le niveau européen cherche à augmenter les pouvoirs des autorités nationales en matière de contrôle et de surveillance de marchés. Le superviseur national sera particulièrement attentif aux notations des émetteurs localisés sur son territoire géographique.

La Commission Européenne a ensuite enchaîné avec une proposition de règlement qui porte sur la gestion des conflits d'intérêts, l'amélioration de la qualité des méthodes utilisées et la transparence des agences tant au niveau de leur propre fonctionnement et donc de leur gouvernance, que de leur méthodologie dans l'établissement de la note.

Le CESR, dans son dernier rapport, confirme le diagnostic de manque de transparence, de conflits d'intérêt, d'un besoin de surveillance des entités notées. Mais de manière surprenante, on sent une certaine réticence à dénoncer la culpabilité des agences de

notation coupables. Toujours dans le rapport, le CESR et les intervenants de marché croient qu'il n'y a pas de preuve qu'une réglementation du secteur des agences de notation aurait eu un effet sur le dénouement de la crise des *subprimes*. Même si, dans le même temps, le CESR appelle de ses vœux amélioration et discipline, en particulier dans le domaine de la finance structurée. Les dernières conclusions aboutissent à la nécessité de créer un organisme de normalisation et de surveillance qui devrait se situer au niveau européen.

Même si les agences et un meilleur contrôle de celles-ci n'auraient pu empêcher l'éclatement de la bulle des *subprimes*, il n'empêche que les notations des *subprimes* ont rendu ces actifs de plus en plus attractifs et pour un nombre croissant d'investisseurs. La suite a montré qu'il y avait eu des manquements dans la notation et donc dans l'appréciation du risque. En effet, la crise des *subprimes* montre que la prestation des agences a été « sous-optimale » (Eichengreen 2008). Elles ont distribué les très bonnes notes et n'ont pas ajusté les ratings liés aux dérivés de crédit alors que le sous-jacent s'effondrait. Ou comme le déclarait J-P.Landau, « l'utilisation d'un système de mesure identique pour la notation de catégories d'actifs fondamentalement différentes a certainement été inopportune ... »³⁷

Cette mauvaise performance des agences est d'autant plus dérangeante, qu'il est bon de rappeler aussi que la notation est obligatoire pour des titres émis par un véhicule de titrisation français (du Marais, Frouté, 2008). L'émission de parts d'un fonds commun de créances titrisées est soumis à l'obligation de notation. « L'AMF peut demander la notation de l'émission par une agence spécialisée dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émissions d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créances »³⁸.

Nous reparlerons du risque de modèle, mais on peut déjà faire mention des modèles des agences qui ont produit des résultats trompeurs. Contrairement à la gastronomie, les vieilles recettes ne sont pas les meilleures. A nouveau avec Eichengreen³⁹, il faut

³⁷ Remarques de Jean-Pierre Landau sous-gouverneur Paris-Europlace, Forum financier de New-York, 22 octobre 2007.

³⁸ Mémento Comptable 2009 § 5081-7

³⁹ Dans « *les dix questions à propos de la crise des prêts subprimes* »

dire que les estimations des probabilités de défaut, qui sont au cœur de leur activité, ont été basées sur des données historiques, tirées elles-mêmes de séries exhaustives avec, pour seul contexte, des périodes d'expansion : les produits structurés de la deuxième et troisième génération ne se sont développés que dans un environnement favorable !

Si le risque de modèle est bien présent dans l'établissement de la note, il revient aussi à travers les règles prudentielles de Bâle II. En effet, le nouvel accord consacre le recours à la notation externe dans le cadre du pilier 1, à savoir la détermination du niveau de fonds propres pour les établissements bancaires. Les grands groupes ont décidé de développer, chacun, leur propre modèle « maison ». Les choix mathématiques sont alors validés par la Commission Bancaire. Pour les plus petits établissements, le recours à la notation externe, donc celle des agences de notation, n'a fait aucun doute. Cela revient à faire dépendre le niveau de fonds propres des petites entités bancaires des ratings des agences. Il s'en est suivi une pression des lobbys financiers pour relever les notes du marché obligataire (Eichengreen 2008). Nous sommes en plein effet pervers de la mesure, puisqu'en remontant les notes, pour diminuer de fait le coût du capital, on est arrivé à augmenter le risque, contre lequel on voulait protéger lesdites institutions bancaires.

Cela peut être l'occasion de se demander si la seule évaluation de la capacité à rembourser est suffisante. Certaines voix s'élèvent pour demander des notations à caractère prospectif avec l'intégration de tests de simulation par exemple. La transparence des modèles n'est sûrement pas à laisser entre toutes les mains. Il vaudrait mieux que les modèles soient sous l'égide du CCSR, et remis en cause régulièrement.

Quant aux conflits d'intérêt, l'idée de nationaliser les agences apparaît comme radicale certes, mais efficace. Regrouper toutes les agences en une seule agence supranationale éviterait d'ajouter un échelon supplémentaire et de faire jouer une concurrence malsaine à effet pervers ! D'autres préfèrent alors la solution qui consisterait à changer la philosophie commerciale des agences pour les faire basculer dans l'incitation par la performance. Ce ne serait plus le nombre de ratings qui deviendrait rémunérateur,

mais plutôt la validité, à posteriori, de la note. La rémunération serait basée sur l'écart entre le défaut constaté et la note accordée précédemment.

Changer le rôle des agences, clarifier ou non leur méthode, introduire des indicateurs de volatilité et de liquidité sur les actifs liés à la finance structurée (Noyer et Prada 2007) sont des pistes sérieuses, mais qu'en est-il de leur responsabilité ? On ne pourra jamais dire après coup ce qu'il aurait fallu faire et si on aurait pu éviter vraiment les *subprimes* avec un meilleur encadrement des agences. Mais on peut désormais les responsabiliser d'avantage. Les sanctions en cas de manquement doivent être aussi à la hauteur de l'ambition d'assainissement du marché du rating. Les solutions proposées se réduisent à une interdiction de notation, alors que des sanctions financières en cas de défaut seraient peut-être plus appropriées. Une autre possibilité serait d'opter pour la politique de l'arroseur arrosé, ou plus exactement noter les noteurs (de Marais, Frouté 2008).

Malheureusement, quand le danger s'éloigne, la volonté énergique à changer le système suit une courbe descendante. Les derniers rapports, tels celui du Comité de Stabilité financière (avril 2009), reprend bien les points moult fois décrits : l'application internationale du code révisé de l'OICV, une meilleure transparence dans la construction de la note, la volonté de lutter contre les conflits d'intérêt et enfin une différenciation des notes en fonction des produits, surtout s'ils sont structurés. Mais, les sanctions ne sont pas là ; l'arsenal de mesures qui rendra la réforme crédible est absent.

Les agences de notation ne sont, cependant, pas seules sur le banc des accusés. C'était peut-être même le maillon le plus faible. La juste valeur et sa relation avec Bâle II nourrissent d'autres débats, qui peuvent s'inscrire dans le paradoxe de la sécurité financière que nous étudions avec cette volonté de risque zéro qui nous aveugle. Et la première des questions qui se pose désormais est : fallait-il amender la juste valeur en octobre 2008 ?

2.1.2 JUSTE VALEUR CONTRE BALE II : LE DEBAT ?

Avant les IFRS, pour Gray (1988), cité et analysé par Colmant et alii (2003), « le cadre comptable d'Europe latine et germanique se caractérise par une certaine uniformité, la présence de contrôles, une part de conservatisme et la recherche de la confidentialité, tandis que le cadre anglo-saxon se caractérise par l'autorégulation de la profession, la flexibilité, l'optimisme et une grande transparence. »

2.1.2.1 LA JUSTE VALEUR AVANT LA CRISE : DEJA LA CONTROVERSE

Pour remédier à cela, l'IASB a rédigé des normes, avec, pour épicerie, la juste valeur qui implique l'abandon du principe de prudence et du coût historique. La valeur informative de la comptabilité prend une dimension beaucoup plus forte pour les investisseurs et les analystes financiers. Si l'on fait le lien avec ce que nous avons déjà étudié, l'apport de la juste valeur devait favoriser l'efficacité des marchés.

En se remettant dans le contexte historique de la rédaction de l'IAS 39, la naissance même de cette norme a été entourée de suspicion. Le développement du concept n'a pas fait l'objet de discussion ouverte. Pour rappel, la mise en application des normes IAS 32 et 39 a été retardée à novembre 2005⁴⁰, alors que l'ensemble du référentiel rentrait en application en janvier de la même année. Le débat a fait rage entre trésoriers d'entreprise et trésoriers de banque. Voyons quelques arguments pour et contre, et ce qu'il va en rester après le 15 octobre 2008.

La juste valeur n'est pas équitable, mais pertinente (Casta et Colasse 2001). Mais pertinente pour qui ? La comptabilité générale est différente d'un pur système technique d'information, mais participe à la régulation sociale, à la fois comme produit et comme ingrédient de cette régulation sociale. Les avantages supposés ou avérés de la « *fair value* » seraient une plus grande objectivité, une plus grande neutralité. Elle serait exempte de l'influence et de l'opportunisme éventuel des

⁴⁰ Cf communiqué de presse de la Commission Européenne en date du 15 novembre 2005.

responsables des comptes, ce qui serait une protection contre les excès de la comptabilité créative. Mais d'après Bernheim, la *fair value* n'éliminerait pas la présence d'intentions en comptabilité. Elle se manifeste non seulement en matière d'évaluation, mais de qualification d'opérations. Toujours selon Bernheim, « une entreprise effectuant des opérations de marchand de biens, qui achète des immobilisations pour les revendre, peut être amenée, dans le respect de son objet social et des ses activités courantes, à acquérir des immeubles pour les donner en location (investissement locatif). Elle peut aussi en cours de vie décider d'acquérir l'immeuble du siège social plutôt que de le prendre en location. » La qualification intentionnelle d'une opération n'est pas sans conséquence sur son traitement comptable. Une intention peut-elle être objective ?

Un des grands arguments pour défendre la juste valeur avant et au moment de sa mise en œuvre consistait à lier la *fair value* et l'estimation des performances de l'entreprise. Une meilleure information sur les performances présentes et futures de l'entreprise existe et permet alors aux décideurs de mieux asseoir leur décision d'investir. Du côté du contrôle des dirigeants par les actionnaires, des états comptables en juste valeur orientent donc les décisions dans le sens des intérêts des investisseurs. C'est le temps de l'investisseur-roi. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) fournit l'explication de ces relations et des formes organisationnelles comme mode de résolution des tensions entre dirigeants et actionnaires. Elle propose une réduction des coûts induits par ces mêmes conflits (Charreaux 1998).

Avant même que les événements ne se déchaînent, l'inconvénient principal apparaît être la volatilité. Les trésoriers de banque se battent sur la ligne de la séparation entre gestion et marché. Si tout est évalué à la juste valeur, tout devient marché. Lorsque la juste valeur doit être modélisée, on parle de *mark to market value*. La juste valeur correspond à la valeur actuelle des flux de trésorerie attendus de ce bien dans le futur. Les marchés, s'ils existent, et s'ils sont efficaces, sont sensés refléter cette valeur à tout moment, immédiatement. S'ils n'existent pas, ou s'ils sont inefficaces, la *fair value* doit être calculée et devient la dérivée d'un modèle prévisionnel. Cela suppose la définition d'un horizon temps, l'estimation des flux de trésorerie du bien sur cet horizon, la probabilité de leur réalisation et l'adoption d'un taux d'actualisation. Avant

le 15 octobre, l'hypothèse d'une *full fair value* est apparue déjà comme utopique compte tenu du problème de la modélisation. De plus le fait d'utiliser un modèle implique un risque, qu'on appelle risque de modèle, que nous reprendrons plus loin.

2.1.2.2 RETOUR AUX FONDEMENTS THEORIQUES

Nous sommes au cœur d'un débat devenu politique qui hypothèque le travail des normalisateurs. Nous verrons d'ailleurs que l'absence de légitimité politique de l'IASB, déjà soulevée par Colasse en 2003, va revenir de manière très intense après la crise.

Comme nous l'avons déjà maintes fois souligné, la juste valeur consacre la primauté de l'investisseur. En effet, l'entreprise doit rendre des comptes aux parties prenantes, les *stakeholders*, qui ont droit à l'information. Mais en fait l'information est d'abord destinée aux actionnaires, *stockholders*. Selon Hoarau et Teller (2001), « l'idéologie de la valeur actionnariale », qui relève plus de la croyance que de la théorie scientifique, fait de la maximisation de la valeur actionnariale l'unique objectif des entreprises. Toujours selon les mêmes auteurs, « un pilotage de l'entreprise fondé uniquement sur la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire risque de freiner la croissance et de favoriser le court terme au détriment d'une vision stratégique à long terme, de l'innovation et de nouveaux marchés ou produits. » On sent déjà là poindre la limite de la marchandisation du modèle comptable, qui va se vérifier par les faits. Un des grands reproches qui reviendra aussi après la débâcle est justement l'accent mis sur le court terme par rapport au long terme et nous verrons dans quelles circonstances, en particulier dans le contexte de couverture.

Avant donc de s'interroger sur la juste valeur ou la valeur juste, ou la valeur de marché, ou encore imaginer changer totalement l'expression, comme certains le recommandent, voyons ce qu'est la valeur, qui apparaît comme l'indicateur standard de performance et une mesure universelle de la pertinence des décisions stratégiques (Hoarau et Teller 2001). Grâce à la gouvernance et sa diffusion, la création de valeur actionnariale devient l'outil de management des groupes dans un univers mondialisé. Au delà des modes, cet axiome appartient au domaine de l'idéologie. 65% de

l'ensemble des grandes entreprises aux EU affirment avoir retenu la création de valeur pour l'actionnaire comme objectif premier. La globalisation, la doctrine dominante telle qu'elle est vécue par Greenspan, ne peut qu'aboutir à « l'approche par la discipline de marché ». Le marché, qui plus est dans son immense rationalité, ne peut qu'engendrer de la méfiance vis à vis des indicateurs purement comptables : le centre des préoccupations des entreprises est l'enrichissement de leurs actionnaires, pour les fidéliser.

La globalisation nous fait passer d'un plan national à un niveau international, avec un fort niveau d'abstraction. Le marché connu et limité devient les marchés, les mouvements de capitaux, les *hedge funds*, avec une maîtrise des circuits d'information au profit toujours des marchés. Le singulier passe au pluriel, donc au multiple, partout et donc nulle part.

Dans ce sens, reprenons la théorie de la globalisation qui est fondée sur trois caractéristiques majeures (Airaudi 1994) :

- Les économies modernes forment des systèmes interactifs, dominés par le mouvement de généralisation des échanges de produits, de technologies, de services, de capitaux, d'informations, qui créent de multiples connections.
- Les spécificités culturelles des marchés et des modes de consommation sont en voie de dissolution au profit d'une circulation généralisée de marchandises universelles.
- L'activité économique réelle et multiforme, engagée dans les formations sociales concrètes et des organisations produites par l'histoire, se réduit à des modèles de structuration et d'échanges virtuels, où les synergies d'activités par exemple sont obtenues par des « jeux d'écriture ».

La conséquence est que le monde devient un vaste échiquier, où faire des *deals* est plus important que d'avoir de vrais fondamentaux industriels et commerciaux. L'investisseur-roi est hors frontières, omnipotent et c'est vers lui que se tournent aussi les efforts de communication financière, telle qu'elle est définie par les règles prudentielles de Bâle II.

Les fondements théoriques des modèles de création de valeur actionnariale utilisent une variable centrale, le coût du capital, et s'inspirent des principaux enseignements

de la théorie financière, en matière d'évaluation des entreprises. Les indicateurs de création de valeur reposent sur trois séries d'hypothèses :

- 1) l'hypothèse de gestion déléguée par lignes hiérarchiques, décomposition en centres de responsabilité ;
- 2) l'articulation court terme/ long terme à partir du processus formel, plan – budget - contrôle ;
- 3) l'hypothèse culturelle de la gestion par des contrats d'objectifs basés sur des indicateurs financiers.

Le contexte décisionnaire dépend alors de trois domaines : la communication financière et le marketing du titre : les investisseurs et les actionnaires anticipent via le marketing du titre (Théorie de l'Information) ; l'influence sur les choix stratégiques : la rentabilité des capitaux investis et le coût du capital (décisions d'investissement et structure financière: Théorie Financière) ; le pilotage interne de l'organisation : évolution et incitation (Théorie de l'Agence).

L'émergence d'un modèle comptable de la valeur financière à partir de la normalisation comptable internationale et du développement de la juste valeur fait apparaître une réelle volonté des normalisateurs de l'IASB d'orienter la comptabilité vers l'expression de la valeur donnée par le marché. Tel est l'état d'esprit qui prédomine et qui va perdurer chez les défenseurs de la juste valeur, même après la crise : le marché est plus près de la réalité que l'on cherche à atteindre, voire il est le seul à rendre compte de cette réalité. On va forcément mieux protéger les actionnaires et aider les futurs investisseurs à mieux prendre leur décision d'investissement, et ce grâce à la *fair value*.

L'IASB a longtemps défendu sa norme. Son président, David Tweedie, jusqu'en juillet 2008 au Herald Tribune, affirme qu'il ne pense aucunement à des mesures d'urgence pour changer ce qui est en cours.⁴¹ Il convient plus loin que la valeur de marché est certes la plus dure à appliquer dans des marchés asséchés, mais il suggère

⁴¹ International Herald Tribune 06/07/2008 : « *IASB chief cool to overhaul of fair value rule* » par Huw Jones : « We are certainly not thinking of any emergency measures to change what we do at present. »

que « le temps n'est pas venu de faire des changements drastiques rapidement. »⁴² Les lobbys bancaires à Londres mettent une pression maximum pour reconsidérer la juste valeur. Très vite, des voix appellent à un retour au coût historique, ou à des moyennes de prix des années passées, quand les marchés sont devenus illiquides. A chaque fois, D. Tweedie réplique que l'IASB ne fera rien en ce sens. D'un autre côté, toute une série d'intervenants va venir défendre la juste valeur avec des suggestions que nous détaillerons plus loin. Mais, à titre d'exemple, on peut citer l'idée de faire évoluer la normalisation comptable en termes de classification sans pour autant revenir au coût historique (Tudel et Ternisien 2008). Pour continuer dans l'analogie de cet article des Echos paru le 10 octobre 2008, juste avant l'amendement de l'IAS 39, le « thermomètre n'est pas la maladie. Il fonctionne. Il faut le rendre pérenne pour mieux le consulter. »

2.1.2.3 ET LA CRISE EST ARRIVEE !

Et après le passage de la crise, l'heure des comptes est venue, et en particulier celui de la juste valeur. La polémique est loin d'être close et nous allons voir les principaux arguments développés par les uns et les autres. D'un côté, une étude de l'EDHEC, réalisée en novembre 2008 (Escaffre, Foulquier et Touron) défend la juste valeur, au détriment des règles prudentielles. Maints articles précéderont et suivront cette étude, qui vont tous dans le même sens, comme celui de Nicolas Véron qui, dès mai 2008, écrit que la juste valeur ne doit pas être le bouc émissaire pour cette crise⁴³. D'un autre côté, le rapport Marteau et Morand⁴⁴, sur les normes comptables et crise financière est beaucoup plus critique vis-à-vis des normes et surtout de la juste valeur. Dès l'avant-propos, il est recommandé la suppression de l'expression « *fair value* ». Reprenons les principaux arguments des uns et des autres, et surtout analysons les solutions proposées.

⁴² Id : « That this is not the time to make drastic changes quickly. »

⁴³ N.Véron (May 2008), « *Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis* », Brueghel Policy Contribution.

⁴⁴ Pascal Morand, Directeur Général d'ESCP Europe et Didier Marteau, Professeur à ESCP Europe, ont reçu pour mission de réfléchir à la réforme comptable par le Ministère de l' Economie, de l'Industrie et de l'Emploi. Le rapport est remis en octobre 2009.

2.1.2.3.1 La défense

La juste valeur n'est pas porteuse d'un seul mal, mais de deux, à savoir la procyclicité la non liquidité (Véron 2008), le tout sur fond de titrisation sophistiquée. La juste valeur se définit par rapport à une valeur de marché, ou par une valeur de marché d'un actif similaire, ou encore par rapport à un modèle mathématique, si le marché est inexistant. Dans le cas de marchés asséchés, les calculs font ressortir des valorisations anormalement basses, qui ont une implication directe sur les fonds propres des banques. Ces mêmes banques, alors que les fondamentaux économiques ne justifient pas une telle baisse, sont dans l'obligation de se recapitaliser pour obéir aux règles prudentielles de Bâle II. Mais les conditions de recapitalisation sont mauvaises, l'environnement financier n'est pas porteur. L'opération se fait alors au détriment des actionnaires historiques mais doit se faire coûte que coûte. Sinon, les banques ne peuvent plus faire de crédit et c'est toute l'économie qui se retrouve en souffrance. L'argument de la procyclicité fait ressortir que les bilans des banques sont d'autant plus solides que l'économie est en période d'expansion, et d'autant plus fragiles en période de récession. Mais alors la seule juste valeur peut elle être accusée de tous les maux ? Quelle est la signification des documents comptables ?

En fait ces critiques sont loin d'être dénuées de fondements, mais le vrai problème est quelle est alors la véritable alternative. Revenir en arrière marquerait une perte réelle d'information et aurait un impact psychologique négatif. Même si la réalité qu'on veut atteindre sans cesse ressemble à une quête du Saint Graal, la juste valeur donnait l'illusion de s'en rapprocher. Enfin, il faut remettre en perspective le rôle des règles prudentielles et ne pas confondre normes comptables et obligations réglementaires, issues du Comité de Bâle.

C'est justement là que l'étude de l'EDHEC pose la question sous forme d'« un débat mal posé », ou encore ce ne sont pas les normes comptables qui sont coupables, car elles ne sont que comptables, mais ce sont les règles prudentielles qui ont failli à leur tâche. Nous atteignons ainsi le cœur du débat, à savoir quel est le rôle de la comptabilité. N'avons nous pas diabolisé la juste valeur parce que nous attendions trop d'information ? C'est pourtant oublier que les entreprises veulent la meilleure information possible pour l'investisseur-roi. En pleine tourmente, à l'automne 2008,

l'amendement d'octobre est la pire des alternatives, car cette manœuvre pour sauver une partie des résultats risque d'avoir des effets pervers. Nous allons vers un affrontement entre les normalisateurs comptables et les institutions financières.

Revenons un temps à un des rôles de la comptabilité qui est de contrôler les dirigeants de manière chiffrée d'une part, et de livrer de l'information à travers les mêmes chiffres, d'autre part. Nous retrouvons donc deux théories que nous avons déjà développées, la théorie de l'information, porteuse de sens, et la théorie de l'agence, qui englobe la bipolarité entre les commissaires aux comptes et les « producteurs de comptes ». Il peut être fait mention aussi de la théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman (1978, 1979, 1990), reprise par Charreaux (1998) et Casta (2009). Cette dernière théorie a posé le principe du positif, basé sur l'observation de la réalité telle qu'elle est, en contradiction avec le normatif qui prévalait jusque dans les années 60. Le normatif tend à présenter la réalité telle qu'elle devrait être (Casta 2009). La théorie positive de la comptabilité est principalement basée sur le paradigme de l'utilité contractuelle de l'information comptable (Watts & Zimmerman 1978). Elle a pour objectif d'induire « sur base de pratiques observées, un ensemble de règles de comportement empiriquement validées et constitutives d'une théorie générale de l'élaboration - entre marché et processus politique - des états financiers par les entreprises » (Casta 2009). Cependant, après de nombreuses années, la théorie positive de la comptabilité continue à être sous le feu des critiques (Jeanjean 1999), car elle n'a pas réussi à faire émerger des lois générales pour donner une explication sur les actions des producteurs de chiffres et des utilisateurs de ces mêmes chiffres (Casta 2009).

L'information n'est pas destinée au seul investisseur, même s'il est en tête de liste: le reporting financier (Bernheim, Escaffre 1999) s'adresse aux prêteurs, clients, dirigeants, personnel, analystes financiers, avocats, économistes, fiscalistes, conseillers, consultants... Cette information touche donc un grand nombre, qui vont à leur tour agir et réagir. De plus, il faut faire l'arbitrage entre coûts et avantages pour ce qui est de la pertinence et de la fiabilité (Landsman 2007). Si l'utilité de la juste valeur se mesure par l'information qu'elle contient, on peut se poser la question du degré de qualité de cette information. Comme le démontre Landsman, la densité de

l'information est affectée par l'erreur de mesure et les sources d'évaluation, qu'elles soient à l'intérieur, le management, ou à l'extérieur, les experts externes.

Si l'on considère les deux missions de contrôle et d'information, ce sont en fait des notions gémellaires, mais prises sous l'angle de faux jumeaux. En effet l'information est porteuse de sens, mais l'utilisation de ce sens pour d'éventuelles opportunités d'investissement n'est pas indissociable de la comptabilité. En d'autres mots, la comptabilité n'assure pas le service après-vente en matière de décision d'investir, car ce ne serait que trop réducteur (Charreaux 2000). Ou encore, où s'arrête l'information, où commence le mythe (Gensse 1995) ?

A propos de contexte ardu, pour Barth (2001, 2004), la juste valeur est porteuse d'une volatilité supplémentaire par rapport au coût historique, et cela s'explique de la façon suivante :

- La vraie volatilité économique sous-jacente, reflétée par des changements de la juste valeur dans l'actif et le passif ;
- La volatilité induite par des erreurs de mesure dans les évaluations de ces changements induits de juste valeur, erreurs déjà mentionnées ;
- Une volatilité accrue du fait de la persistance d'un système mixte, *fair value* et coût historique, qui sera amené à disparaître si on passe en système unique.

Cependant, même si cette information n'est pas prospective, même si elle n'est pas parfaite, tout vaut mieux que pas d'information du tout. Supprimer le contenu informatif de la juste valeur, aussi imparfait soit-il, serait un pas en arrière en matière de transparence, dont les marchés ne seraient pas dupes.

Toujours dans la même lignée, même s'il existe un véritable apport informatif qui peut même éclairer les risques présents et à venir, il ne s'agit pas de mélanger le cadre comptable et l'analyse financière et prudentielle qui doit se démarquer du cadre comptable (Escaffre, Foulquier et Tournon 2008). Les normes comptables portent un ordre de grandeur sur la valeur d'une société à un moment donné. L'accord de Bâle II couvre le monde bancaire, pour garantir la pérennité du système bancaire et financier et protéger les déposants.

Si nous revenons à un des points précédents la valeur et sa création, nous avons vu avec un certain nombre d'auteurs que les entreprises cherchaient avant tout à créer de la valeur pour le bonheur de leurs actionnaires. Mais la juste valeur n'est pas le juste prix. La juste valeur existait bien avant l'IAS 39 et était utilisée comme base d'évaluation dans certaines transactions isolées. En revanche, c'est à partir de 1998 qu'elle devient un modèle d'évaluation, puisqu'elle est obligatoirement utilisée pour la comptabilisation d'instruments financiers au bilan (Bernheim, Escaffre 1999). Juste valeur, création de valeur, mais que veut dire le mot valeur ? A l'instar de Bernheim et Escaffre, on peut dire que la combinaison du coût historique et de l'abandon du principe de prudence fait que les entreprises sont évaluées en permanence de manière virtuelle. Paradoxalement si, par cette approche virtuelle continue, on se retrouve plus près de la réalité, la valeur a un prix, ou plus exactement est un prix. Une des premières définitions, fin des années 90, quand nous étions encore au temps de l'IASC, était de dire que la *fair value* « était le prix auquel un bien pourrait être échangé entre un acheteur et un vendeur normalement informés et consentants dans une transaction équilibrée. » Donc la juste valeur est un prix, qui obéit à la loi de l'offre et de la demande, ce qui incorpore aussi des éléments relevant de l'humain, donc subjectifs.

Pour résumer, il convient de dire que la juste valeur est la valeur de marché, lorsque le marché existe et qu'il fonctionne normalement. Quand le marché est imparfait, illiquide, inexistant, il convient de déterminer une valeur d'usage. Cette valeur d'usage est à replacer dans un contexte, comme les prix des transactions récentes pour des instruments similaires, des références historiques (bases de données) ou encore des modèles mathématiques (*mark to model*). Si parfois il est difficile de savoir vraiment ce qu'est la *fair value*, l'IASB affirme clairement ce qu'elle n'est pas : « *It is not a forced liquidation (i.e. forced transaction). Even when a market has become inactive, it is not appropriate to conclude that all market activity represents forced transactions.*⁴⁵ »

⁴⁵ IASB Experts Advisory Panel October 31 2008 : Ce n'est pas une liquidation forcée, donc pas une transaction forcée. Même quand un marché est devenu inactif, il serait inapproprié de conclure que la seule activité de marché représente des transactions en vente forcée.

Si la juste valeur, aux dires de ses défenseurs, contribue dans une large mesure à une transparence accrue et donc participe à la confiance des marchés, qu'en est-il vraiment de sa procyclicité. Le Fonds Monétaire International s'est inquiété dès 2007 de cette accusation en diligentant une étude. Le champ de l'étude ne porte que sur 16 banques américaines et européennes pour l'année en question. Mais il ressort que la procyclicité se réduit quand les normes comptables s'appuient sur les règles prudentielles. L'origine de l'effet négatif des normes viendrait plus de l'inadéquation des comptabilisations des actifs et des passifs. Les partisans de l'IAS 39 renvoient la faute même sur les exigences en fonds propres du BCBS, *Banking Committee for Banking Supervision*, autrement dit le Comité de Bâle. La chute des prix des actifs titrisés implique un ajustement par rapport au risque et donc implique une augmentation des fonds propres, ce qui va contribuer à la défiance et à la chute des marchés. Nous verrons un peu plus loin que les « esprits animaux » vont se nourrir de cette spirale.

L'erreur de perspective ne provient-elle pas du fait que nous attendons de la comptabilité que non seulement elle reflète la réalité financière en temps réel, mais en plus qu'elle soit porteuse d'espoir d'un retour à la normale. C'est dépasser de loin le rôle de la comptabilité, qui, rappelons-le, est une photo d'une situation passée, même si c'est un passé proche. Que les banques doivent se recapitaliser n'est pas une exigence de l'IASB, mais bien un impératif du ratio MacDonough, qui lui aussi a soulevé maintes critiques. Comme les fonds propres baissent du fait de leur évaluation à la valeur de marché, les banques sont dans l'obligation de se recapitaliser pour compenser ce décalage. Les normes et les règles prudentielles ont présenté des synergies en terme de calendrier historique et présent, ont participé au paradoxe de la sécurité, car deux protections valent mieux qu'une, mais leur place dans notre logiciel financier et économique n'est pas identique. La question de la force coercitive (Colasse 2003) reste aussi posée, même si le passage par le niveau européen a étayé le dispositif comptable. La coercition passe par l'application de sanction, et pas uniquement par celle du marché.

L'amendement d'octobre 2008 a permis les reclassements de certains actifs, qui sont pratiqués à la juste valeur des actifs à la date du reclassement. Le but de la manœuvre est d'adoucir l'impact de la crise et de lisser des situations différentes aux Etats-Unis

et en Europe. Mais cette action, type « pompier qui veut éteindre l'incendie » relève aussi d'une vision court-termiste. En effet, le passage d'un portefeuille de trading à un portefeuille bancaire ou d'investissement n'est pas neutre. Ce dernier a des exigences en capital supérieures au portefeuille de trading.

Pour conclure sur la défense de la juste valeur, qui n'empêche pas d'ailleurs la lucidité, il faut dire que le monde s'est trouvé pris dans un *stress test* géant, où on ne peut pas dire que la juste valeur soit la seule responsable et coupable. Il a fallu une conjonction particulièrement sophistiquée d'événements qui fait que de nombreuses lacunes sont apparues partout en même temps, alors que nous vivions à l'ombre du paradoxe de la sécurité : le choc en a été d'autant plus grand, qu'on se croyait à l'abri. Par contre, il va falloir repenser et les normes comptables et les règles prudentielles et la gouvernance des banques. Il existe un problème d'interprétation des normes, de définition du calendrier. Le *mark to market* et le *mark to model* doivent gagner en qualité pour ne pas tomber dans le « *mark to myth* », sorte de modèle dégénéré, comme le mentionne Warren Buffet (2002)⁴⁶. Bâle II n'a pas été assez loin dans la définition du risque de modèle, a sous-estimé le risque de liquidité, n'a pas balisé le risque de contrepartie.

2.1.2.3.2 Vers de nouvelles pistes

Le rapport Marteau-Morand, dont la restitution a eu lieu en octobre 2009, définit des propositions pour une réforme du système de régulation comptable. Dès l'avant-propos, comme nous l'avons déjà mentionné, Didier Marteau recommande l'abandon du vocable « *fair value* ». En effet, si la juste valeur peut s'établir dans des conditions de marché actif, cela voudrait dire que la valeur n'est plus juste (*unfair* veut dire déloyal, injuste), dès que le marché ne peut garantir un échange dans des conditions normales. L'auteur se réclame de la lisibilité de la notion même pour rappeler que la valeur d'un actif est établie par son prix de marché, ou son prix de modèle, ou encore par sa valeur amortie, ou encore par sa valeur d'entrée.

⁴⁶ In *Berkshire Hathaway Annual Report 2002*, société holding dont Warren Buffet est le président.

L'IASB se dirige vers une extension de la « *fair value* ». Toutes les positions, autres que les prêts classiques, seront valorisées en juste valeur avec impact sur le résultat. Par contre, les variations de « *fair value* » des titres de fonds propres pourront, sur option, être imputées sur les capitaux propres. Cela dit, au delà de ce raccourci, l'IASB réorganise les classifications. En effet, on voit s'opérer un flux entre certains actifs qui passent du coût amorti à la juste valeur et vice versa. Par contre, la vraie nouveauté est l'affectation des variations de juste valeur sur le compte de résultat et non sur les capitaux propres. Ce choix n'est pas neutre, puisqu'il induit une augmentation de la volatilité des résultats, qui a un impact également sur le cours des actions de toutes les sociétés cotées. Ces mouvements sur le cours des actions se répercuteront à leur tour sur les portefeuilles des investisseurs à long terme que sont les compagnies d'assurances (Rapport Marteau-Morand 2009)⁴⁷.

Le diagnostic du rapport peut se résumer ainsi : la zone d'influence de la juste valeur par résultat augmente, mais le périmètre des positions soumises à la règle générale, indépendamment de l'imputation des variations, peut augmenter ou baisser selon les choix des établissements concernés et la structure des portefeuilles. Par contre, le verdict est sévère : « La *fair value* a été un facteur d'accélération de la crise. » Ou encore, à l'instar de Jacques de la Rosière (2008), il résulte de la *fair value* une aggravation mécanique de la crise. Les auteurs évoquent les inquiétudes de la communauté financière quant à la volatilité et l'interprétation des résultats. Enfin, la valorisation de l'ensemble des actifs-passifs financiers en juste valeur revient à nier les différents modes de gestion qui font l'essence même de la profession de banquier. La valeur d'échange, telle qu'elle est entendue pour un portefeuille de trading par exemple, doit subir le *spread* de liquidité, alors que ce ne devrait pas être le cas de la valeur d'usage. Le réquisitoire continue en accusant le normalisateur d'erreur d'analyse économique, en particulier sur le problème du *spread* de liquidité. Et nous revenons à ce que nous avons déjà mentionné, à savoir la philosophie qui sous-tend le travail de l'IASB, mais qui est aussi l'idéologie dominante : le modèle comptable privilégie la mesure de la performance et la création de valeur. Quant à l'argument en faveur de la juste valeur, qui apparaît comme de plus en plus injuste à la lecture de ce

⁴⁷ pp 30-33 du rapport.

rapport, la transparence augmentée se transforme en opacité, du fait du recours accru aux modèles, complexes, porteurs d'incertitude et d'erreurs.

La charge continue contre l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés de capitaux, qui serait vérifiée dans des marchés liquides, mais aboutirait à la négation même de la théorie de Fama en marchés asséchés. Le marché ne fait pas tout et n'est porteur d'aucune parole divine.

Les propositions du rapport sont nombreuses et ne demandent pas un retour en arrière. Mais elles font rentrer la normalisation comptable dans une ère où la comptabilité devient politique (Burlaud, Colasse 2010). N'est-il pas encore reprocher à l'IASB son manque de fondement démocratique, mais aussi son absence d'écoute et de responsabilité ? En effet, l'IASB n'est redevable devant nulle autorité en cas d'erreur ou de mauvais diagnostic. Reprenons les principales propositions du rapport.

- La normalisation comptable doit rejoindre le champ de la responsabilité publique.
- Si l'IASB n'est pas menacé de disparition, l'Union Européenne aura une présence accrue au sein des instances dirigeantes de l'IASB, donc au *Board*, mais évoluera dans un environnement indépendant renforcé.
- Les normes devront néanmoins tenir compte, à leur création ou lors des amendements, de l'intérêt des Etats et de toutes les parties prenantes.
- Si l'IASB demeure, il est clairement proposé, dans le cas où cette institution reste sourde aux exigences actuelles, la création d'un EASB⁴⁸ pour appuyer le travail de l'actuel normalisateur international. La mission du nouvel EASB « serait l'exercice souverain d'un pouvoir effectif d'amendement et de propositions de nouvelles normes. »
- Le cadre conceptuel de l'IASB devra être redéfini et le rôle de l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) sera de présenter plus de cohérence, tant sur l'aspect technique proprement dit, qu'en tant que Conseil de la Commission Européenne.

⁴⁸ *European Accounting Standard Board.*

- Il conviendra aussi de repenser le cadre conceptuel des normes comptables et définir clairement le modèle d'entreprise sous-jacent (*Business Model*).
- Enfin, la dernière proposition demande la création d'une régulation comptable supranationale européenne. La feuille de route de cette nouvelle entité se décline ainsi avec la modification des normes IASB en cas de conditions de marché extraordinaires ; la création d'un observatoire de la liquidité ; la création d'une Haute Autorité de Valorisation, sorte de bras contentieux, pour régler les litiges de valorisation ; le contrôle des marchés de gré à gré et l'incitation à passer sur des marchés organisés avec des contrats standardisés et surtout des appels de marge en continu, plutôt que d'avoir des pertes énormes en sommeil ; la mise en place éventuelle d'une structure de validation des projets de création de produits structurés.

Cette instance comptable à créer le serait ex nihilo, ou proviendrait de la fusion de plusieurs comités, tels le CESR⁴⁹, le CIOPS⁵⁰, le CEBS⁵¹, ainsi que les Autorités européennes de normalisation comptable.

2.1.2.3.3 Synthèse

Dans une annexe au rapport Marteau-Morand, Antoine Frachot⁵² dresse lui aussi un bilan, mais insiste sur la position des banquiers et des assureurs. A la fin de cette partie, nous rapprocherons certains arguments plus anciens et surtout ante crise, pour constater que les critiques sont assez constantes, et qu'il serait temps de ne plus parler un langage de sourds.

Les deux points douloureux du débat sont donc la bonne définition du concept de valeur, sous-tendue par une réalité économique, assortie d'un business model d'une part, et surtout la trilogie : valeur, activité de l'entreprise et état du marché financier, le tout sur fond de crispation entre les rédacteurs des normes et les consommateurs de ces mêmes normes. Les premiers sont sensibles avant tout aux notions de

⁴⁹ CESR: *Committee of European Securities Regulators*.

⁵⁰ CIOPS: *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*.

⁵¹ CEBS: *Committee of European Banking Supervisors*.

⁵² Annexe 1 du rapport Marteau-Morand : Frachot A., *Fair Value : les termes du débat*.

transparence, d'objectivité et d'indépendance. Les seconds ont des réactions épidermiques quand ils pensent volatilité, surtout si cette volatilité est incontrôlable et imprévisible. Les commissaires aux comptes veulent de l'objectivité, et surtout pas des chiffres produits par un jugement humain, même scientifiquement rigoureux. A contrario, les responsables bancaires ne veulent pas de résultats en dents de scie qui affecteraient sérieusement leurs revenus, sous prétexte de remplir les conditions de juste valeur, qui devient la folle valeur à leurs yeux. La crise financière a donc ravivé des débats qui avaient été finalement enterrés de fait, puisque les normes et l'IAS 39 aussi étaient en vigueur. Cette même crise a néanmoins mis en valeur un certain nombre de lacunes, comme nous l'avons déjà dit, un véritable *stress test* grandeur nature. Cependant, derrière le vocable crise financière, des gens ont perdu leur emploi et des situations sont devenues humainement dramatiques.

Le périmètre de la *fair value* a été déjà évoqué, mais attardons nous sur les modalités pratiques de calcul, points de tension entre les protagonistes antagonistes de l'affaire. Nous avons plusieurs niveaux de détermination : le niveau 1 correspond au *mark to market*, où les marchés sont suffisamment actifs pour garantir un vrai prix ; le niveau 2 passe au modèle mathématique et enfin le niveau 3 où on arrive à une évaluation à dire d'experts et de données internes. Avant la crise, on se situait sur les deux premiers niveaux, sachant que bon nombre de produits structurés n'étaient déjà pas assez liquides pour assurer un véritable marché secondaire. Pendant la crise, il n'existe plus que le niveau 3, puisque les modèles mathématiques devenaient eux même intraduisibles en données réalistes. Il est clair que lorsqu'on est sur le niveau 3, les commissaires aux comptes se trouvent confrontés à ce qu'ils détestent, la subjectivité. La transparence tant revendiquée se transforme en un manque de lisibilité totale.

Dans le tableau repris ci-après, nous avons voulu présenter de manière synthétique, et pour éviter parfois un discours redondant, des arguments qui reviennent de manière récurrente. Dans la colonne description, figurent les points forts de la critique. Puis la deuxième colonne fait état de l'analyse qui en est faite, enfin nous faisons figurer en face les conséquences ou les recommandations.

2.2 Résumé des analyses du rapport Marteau-Morand

Description	Analyse	Conséquences et recommandations
Valorisation des passifs à la <i>fair value</i> , à l'exception des prêts classiques et ceux gérés sur base contractuelle.	Le prix d'une dette bancaire se trouve déprécié et mécaniquement, la comptabilisation en <i>fair value</i> de sa dette, conduisait une banque à enregistrer un gain dans ses résultats. Transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires.	<ul style="list-style-type: none"> • Transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires. • Contradiction de la <i>fair value</i> et de la continuité de l'activité, qui doit présider à l'établissement des comptes. • Mais même problème pour le coût amorti: profit comptable au moment du rachat de la dette, mais coût plus élevé à supporter les autres années.
Activités d'intermédiation Prêts classiques y compris prêts avec clauses optionnelles (cap, floors...)	Business model: les prêts accordés à la clientèle et les dépôts reçus n'ont pas vocation à être traités sur les marchés. Les swaps de couverture sont conclus pour se protéger des aléas du marché et non pour tirer profit de ces mêmes aléas.	Danger et incohérence: les activités d'intermédiation sont au coût amorti alors que leur couverture sera en juste valeur. Incitation à ne pas se couvrir. Question encore en débat.
Comptabilité de couverture: Les produits dérivés sont comptabilisés en <i>fair value</i> par résultat. Ils peuvent être comptabilisés comme l'objet couvert (= coût amorti) s'agissant de prêts à la clientèle.	Attention une couverture couvre un élément d'actif ou de passif, mais pas un ensemble	Il faut tout mettre en juste valeur ou au coût amorti quand il y a des sous-jacents et des produits de couverture.
La juste valeur et le ratio MacDonough	La juste valeur impliquerait une recapitalisation obligatoire, du fait du ratio de solvabilité.	La juste valeur a certes impliqué une obligation de recapitalisation violente. Mais les marchés ont spéculé sur l'intervention des autorités centrales ou non. On peut dire que c'est un des effets secondaires de la juste valeur.
Classification des actifs	Persistance de deux régimes: danger de classification.	Vigilance nécessaire des normalisateurs et superviseurs.
Fair value et volatilité	Communication financière brouillée, déstabilisante pour les marchés. Qui dit couverture, dit coût. La volatilité induit de la volatilité.	En théorie la volatilité peut être neutralisée par une couverture, sauf si les produits sont illiquides ou si la couverture n'existe pas.

Source : tableau réalisé sur base des informations du rapport Marteau-Morand

Il convient aussi avant de fermer temporairement la page de la juste valeur, de revenir un temps sur la volatilité, telle qu'elle est mentionnée dans ledit tableau à la dernière ligne. Il faut souligner que la corrélation entre la volatilité des résultats et la volatilité des cours de bourse n'a pas été établie de manière économétrique. Il faut aussi préciser que nous avons un très lourd facteur de contamination des marchés, comme nous l'avons vu via la « granularisation des marchés » de Bourguinat (2008). La globalisation des économies, le développement incessant des moyens de communication font que des ventes massives induisent de la volatilité de manière inéluctable, sans parler de l'aspect comportemental que nous aborderons plus loin. Mais, à la décharge de la *fair value*, même si on a pu parler d'opacité grandissante, elle a néanmoins contribué à dévoiler, violemment certes, les actifs toxiques qui auraient pu être discrètement revendus par des gros investisseurs à des petits porteurs. « Il n'est pas certain que cela aurait amélioré le bien-être collectif » (Frachot 2001) et encore moins contribué à développer l'éthique !

Il ressort de tout ceci que les financiers se méfient des comptables et vice versa. Pour revenir un peu sur le rôle informationnel de la comptabilité, la comptabilité est autant un système d'information qu'une pratique sociale (Colmant 2009). Comme en toute chose, la comptabilité est une photographie imparfaite de la réalité, mais la qualité de la perception de cette photo dépend du niveau de maîtrise de la comptabilité par l'entreprise elle-même. Toute personne qui a un appareil photo ne sera pas forcément un grand Doisneau. Chaque *stakeholder* lira sa vérité à l'aune de ses exigences et verra dans l'image ce qu'il cherchera à y voir.

Pour autant, faut-il abandonner définitivement la juste valeur? Même le Fonds Monétaire International ne le demande pas. Dans son rapport d'octobre 2008 sur la stabilité financière dans le monde, il est bien écrit que la comptabilité en juste valeur reste valable, quitte à l'affiner pour en atténuer les effets négatifs. Mais en 1999, Bernheim et Escaffre, partisans de la *fair value*, écrivent un certain nombre de conseils qui n'ont évidemment pas été suivis à l'époque, et qui ne prennent pas le chemin de l'être encore cette fois-ci. Parmi ces sages recommandations, nous noterons :

- la nécessité de tests et de mises à l'épreuve avant la mise sur le marché de cette nouvelle norme comptable ;

- avantages, inconvénients et coûts.
- Et surtout son acceptation par tous ceux qui directement ou indirectement auront à s'en servir. De cette acceptation dépendra la validité même de la norme IAS 39.

Nous revenons au plus gros défaut déjà maintes fois évoqué, celui de l'absence de démocratie politique, ou plutôt de consensus qui aurait pu constituer un ciment efficace, même par temps de tsunami financier.

2.2 BALE II, LA CRISE FINANCIERE ET LA CINDYNIQUE

« Le processus d'exclusion qui alimente la partie immergée de l'iceberg peut donc être conceptualisé en se rattachant à cette branche majeure de la philosophie {i.e. la phénoménologie}. Ceci nous conduit à plonger le modèle de l'iceberg dans la phénoménologie cindynique. Un concept central et omniprésent de cette phénoménologie est le refoulement cindynique, c'est à dire la dénégation, le refus d'admettre le danger. L'image de l'AUTRUCHE, de sa tête enfouie dans le sable, revient souvent dans nos récits de lâcheté devant le danger. »

Georges-Yves Kervern, Décembre 2008⁵³

Nous venons de voir précédemment à quel point la juste valeur avait été mise au banc des accusés pendant et après la crise. Mais elle n'était pas seule et ses plus ardents défenseurs ont souvent dit : ce ne sont pas les normes comptables les coupables, mais bien les normes prudentielles. Pour ce qui concerne Bâle II, le diagnostic critique est moins sujet à controverse tant les voix qui s'élèvent vont dans le même sens. Et les « Bâle-sceptiques » se sont inquiétés dès 2001. Ils ont dénoncé le renforcement induit et de la procyclicité et de l'attraction du système financier pour le risque systémique (Danielsson 2001). En résumé, les carences sont principalement la sous-estimation de certains risques et l'absence d'autres. Bref, la cible visée, augmenter la solidité du système bancaire et financier, n'a pas été atteinte. Le paradoxe de la crédibilité (Borio

⁵³ Extrait de « *La lettre des cindyniques* » n°44, décembre 2008.

& Lowe 2002) des banques centrales se transforme bien en paradoxe de la sécurité, accompagné d'un refoulement cindynique, refus d'admettre le danger (Kervern 2008).

Nous allons donc voir, dans un premier temps, les carences de Bâle II et le risque de modèle en particulier. Puis, nous verrons le pilier 2 avec un focus sur le portefeuille bancaire, via le risque de taux. Enfin, nous nous attarderons sur les études empiriques menées avant la crise, qui confortaient l'idée que rien de grave ne pouvait arriver : l'illusion était parfaite. Nous étions confiants, les banques ressortaient avec un excédent en capital des études d'impacts et autres *stress tests*. Hors, le danger est venu du risque de liquidité, enchevêtré dans un risque de défaut, lui-même empêtré dans un risque de modèle. Mais derrière le paradoxe et l'illusion, c'est le sentiment d'approcher le risque zéro, alimenté par les modèles et les nombreuses études quantitatives. Nous allons procéder maintenant à cette analyse.

2.2.1 BALE II EN QUESTION

Nous commencerons par passer en revue les principales critiques, puis nous nous attarderons sur le risque de modèle, qui fait en quelque sorte le trait d'union avec les normes comptables et les agences de notation. En effet, les modèles en tous genres sont sortis des rails : à partir du moment où on ne se trouvait plus dans le milieu de la courbe de Gauss, mais bien aux extrémités, la finance est devenue elle-même extrême.

2.2.1.1 DE NOMBREUSES LACUNES

En premier lieu, Jacques de la Rosière (2008) apprécie les règles de capitalisation des banques à travers le pilier 1, mais dénonce le fait que Bâle II ne touche pas les banques d'investissement. Ces dernières de même que les *hedge funds* et autres fonds de pension et compagnies d'assurances, sorte de « système bancaire parallèle », obéissent à d'autres lois. Le face à face entre les banques et les « non-banques » tourne au profit des non-banques, puisqu'elles ont moins d'exigences en capital, alors que leur propre base est beaucoup plus fragile. Elles ne jouissent ni de dépôts, ni des mêmes fonds propres que les banques traditionnelles. De même, ces institutions sont devenues dépendantes des marchés à court terme et ont subi la crise de liquidité. D'un coup, les banques d'investissement n'arrivent plus à écouler leurs produits structurés : les marchés primaires et secondaires sont atones. Les banques commerciales se sont retrouvées acculées aussi dans une certaine mesure. En effet, pour les véhicules hors bilan, exemptés par définition de contraintes réglementaires et sans ligne de crédit derrière accordée à la banque créatrice du véhicule, les banques ont dû soutenir ces opérations par souci de réputation.

Si l'on se place cette fois-ci à l'extérieur du périmètre et non dedans, la présence d'un hors bilan croissant implique une transparence réduite, voire une opacité, ce qui a eu pour corollaire une prise de risque en hausse (Eichengreen 2008). Pour aller encore plus loin, le paradoxe de la tranquillité nous a amené à avoir un comportement aveugle et sourd aux premiers signes de la crise. Les produits structurés, de même que les dérivés, ont toujours été définis par leur fort effet de levier. Mais là, l'effet de levier est tel qu'il en vient à tout détruire sur son passage. C'est comme si la diversification du risque (Markowitz) impliquait une telle dilution que le risque devient toxique, comme on l'a vu pour l'Islande, Lehman Brothers... Mais ce formidable effet de levier s'est développé en l'absence totale d'encadrement de l'utilisation de l'innovation financière (Aglietta et Scialom 2008). Il faut donc dépasser la volonté de maîtrise des prix pour passer à une ambition plus vaste qu'est la stabilité financière. Une maîtrise au niveau global du levier d'endettement pourrait être un moyen d'encadrer l'angle du levier. Cette mission revient aux banquiers centraux et au Comité de Bâle.

Quittons le périmètre, intérieur ou extérieur, et posons-nous la question du ratio. Quelle est la justification d'un ratio unique pour tous les risques ? On peut s'interroger si le risque crédit et le risque de marché ne sont pas plus lourds en termes de conséquences que le risque opérationnel. Ces deux derniers sont partagés par tous les participants au marché financier (Danielsson & alii 2001), puisque dans un monde globalisé, l'effet de contagion est bel et bien une réalité, qui fait l'objet d'une modélisation. Au contraire, le risque opérationnel, grande innovation de Bâle II, est de nature différente et même purement idiosyncratique. L'effet de contagion touche les *stakeholders*, mais ne peut toucher avec la même ampleur un risque crédit et un risque marché, voire les deux combinés. Les carences d'une banque dans le réseau national peuvent se résoudre par d'autres voies, telles le prêteur en dernier ressort, qui sauvera la banque victime d'un risque opérationnel. On se rend compte, à la lueur des derniers événements, que la charge en capital dégagée pour le risque opérationnel ne se justifie pas vraiment alors que d'autres risques doivent absolument être mieux représentés dans les exigences en capital. Nous continuons d'ailleurs dans le paradoxe de la sécurité ou encore dans le mythe du « risquomètre » (Danielsson 2009), sorte de machine qui pourrait nous dire si le système financier a contracté un risque infectieux, la quantité de ce risque présente dans le corps financier, et éventuellement comment faire pour baisser la fièvre. Il est évident que le diagnostic, à postériori, implique que le malade devienne vraiment malade avant d'envisager une guérison, qui ne sera peut être qu'une rémission. Les récents développements en Grèce et au Portugal font pencher pour le deuxième cas de figure.

Dans la longue liste des critiques adressées aux rédacteurs de Bâle II, il y a les agences de notation. Bâle II institutionnalise le recours aux agences de notation pour les banques qui ne développeraient pas elles-mêmes les modèles mathématiques dans le calcul des expositions à convertir en risque. Nous avons déjà longuement traité des *CRAs* déjà dans le rating des produits titrisés et aussi dans le pilier 1 de Bâle II. Il faut dire que l'introduction des *CRAs* dans les règles prudentielles a amené les banques à faire pression sur les agences pour relever la note du marché obligataire et dégager ainsi du capital (Eichengreen 2008). On en arrive à se trouver à l'opposé de l'objectif recherché : on augmente ainsi le risque du domaine bancaire et on se trouve aux

antipodes de la finalité de Bâle II qui est d'augmenter la sécurité du système financier et des institutions, membres du système.

Parmi les carences, le risque de liquidité a nettement été sous-estimé et relégué dans le pilier 2. Comme argument de défense, les partisans Bâle II jouent sur le fait que l'accord, qui a mis 20 ans à sortir des limbes, portait sur la solvabilité et l'adéquation des fonds propres. Donc se réclamer de la liquidité alors que ce n'était pas le but du jeu n'a pas de sens. Mais alors que dire du but de renforcer la sécurité du système financier en général ! Dans la réécriture des règles prudentielles, on avance sur l'idée d'imposer un ratio de liquidité, très attrayant pour les autorités et véritable repoussoir pour les banques. De conversations tenues avec des hauts fonctionnaires de la Banque de France, il ressort que la bataille est rude sur le principe même de ce ratio, mais aussi sur le niveau de 8%. En effet, les exigences de liquidité augmentent le coût des transactions. L'activité de transformation, que nous reprendrons un peu plus loin, est l'essence même du métier de banquier, et obliger les banques à détenir des actifs liquides a un coût pour ces mêmes banques (Eichengreen 2008). Mais, si l'on y réfléchit, le fait d'imposer un ratio ne veut pas dire que les institutions financières vont partager de la liquidité quand elles en ont. Si l'on reprend ce que nous avons développé précédemment, le marché ne s'est pas trouvé asséché par manque de liquidité en tant que telle. Nous avons vu que le niveau de la liquidité ante-crise était très élevé. La panique qui s'est emparée des marchés est due plutôt à une situation de blocage : la situation économique-financière s'est tellement obscurcie à un moment donné que le risque de contrepartie était indéchiffrable. C'est la confiance qui a arrêté le robinet de la liquidité (par exemple voir Akerloff et Shiller 2009).

Une autre source de danger a été la sous-estimation des corrélations et de la contagion des défauts en cascade : ce que Battiston & alii⁵⁴ (2009) ont appelé les liaisons dangereuses, où comment l'interconnectivité croissante dans le partage du risque contribue à augmenter le risque systémique. Au cours de cet article les auteurs modélisent le risque systémique, puisqu'ils font le constat que la contagion est véhiculée par la diversification du risque. A cela s'ajoutent les paniques auto-alimentées. Bernanke, en 1999, parle de l'accélération financière qui consiste à voir la

⁵⁴ Forum Europlace Paris Mars 2010 : Risk dependencies.

prime de risque financière augmenter au fur et à mesure que la valeur nette de l'emprunteur décroît. Nous sommes dans la tragédie grecque. La robustesse dynamique est alors affectée par l'accélération financière. La conclusion est alors que la diversification du risque au-delà d'un point critique augmente la probabilité de défaillance individuelle et systémique.

Si nous continuons dans cette voie, la critique la plus grave sur Bâle II reste l'échec en matière systémique (Frydman et Goldberg 2009), ce pour quoi, paradoxalement, ont été réécrits les accords de Bâle pour devenir Bâle II. Moins de fonds propres sont exigés en période d'expansion, et beaucoup plus en période de volatilité. Pour lutter contre la procyclicité des règles prudentielles, il faudrait donc, au contraire, que l'exigence de fonds propres varie en sens inverse aux fluctuations des marchés. Hors, encore une fois dès 2001, des auteurs, comme Danielsson et Embrechts, dénonçaient l'échec du Comité de Bâle à combler maintes lacunes du système de régulation financier global et certaines des réponses du Comité seront elles-mêmes sources d'instabilité.

Nous venons de voir que la charge est lourde contre les règles prudentielles, qui ne tiennent pas compte du caractère endogène du risque (Danielsson & alii 2001). La plupart des commentaires sont des attaques de procyclicité et soulignent les graves manquements de Bâle II, avec la terrible sanction d'avoir manqué son objectif. Nous allons passer à l'étude du risque de modèle et des critiques.

2.2.1.2 UN POINT COMMUN : LE RISQUE DE MODELE

La modélisation est inscrite dans les normes comptables en cas d'absence de marché pour la juste valeur, *mark to model*, et dans les règles prudentielles au niveau du risque crédit, de marché et opérationnel. Comme le souligne Hildebrand (2008,) vice-président de la Banque Nationale Suisse, Bâle II a créé paradoxalement, en voulant maîtriser les risques, de nouveaux risques : les risques sur l'évaluation des risques. De fait la dépendance aux modèles s'est trouvée augmentée.

2.2.1.2.1 Les modèles de risque crédit

D'une manière générale, le référentiel comptable et les accords de Bâle II impliquent un recours à la modélisation, pratiquement obligatoire. Nous allons dresser ici un bref panorama des modèles les plus utilisés en matière de risque de crédit. Les modèles des agences de notation, qui interviennent pour les banques qui ne développent pas leur propre modèle, n'échappent pas à la critique, comme nous l'avons déjà signalé, du propre aveu de Moody's en 2007.

Le Modèle de Merton (1974) fait le lien entre le risque de défaut de l'entreprise et la variation de la valeur de son actif. Autrement dit, la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure financière (Miller et Modigliani), mais fonctionne comme une option où la valeur des fonds propres est une option d'achat (call), le sous-jacent : la valeur économique de l'entreprise et le prix d'exercice : la valeur nominale de la dette. Le risque de défaut est lié à la volatilité de la valeur des actifs de la banque. Le prix de l'option monte avec la volatilité du sous-jacent, qui est lié à l'effet de levier (*financial leverage*). Plus l'effet de levier et l'endettement en rapport avec le levier sont importants, plus le risque de défaut augmente. Il en va de même pour la rémunération accompagnant ce risque. Enfin il est lié à la longueur de l'échéance: plus l'horizon temps est éloigné, plus l'option est chère.

L'approche *CreditMetrics*⁵⁵ est la conjonction des matrices historiques de transition et de la corrélation entre les cours des titres pour arriver à une distribution des états joints de notation à un horizon donné. Plusieurs étapes composent cette méthode, dont la première est la notation individuelle, sur base interne pour les petites entreprises, sur base des agences spécialisées pour les autres. Deuxième étape, les matrices de transition permettent de dégager, pour chaque notation, des probabilités de migrer vers les autres notes possibles sur l'échelle de notation. L'estimation de la valeur des titres constitue la troisième étape pour savoir s'il y a plus value ou moins value, en calculant une valeur actuelle des paiements et en actualisant grâce à un taux d'actualisation type

⁵⁵ In Dumontier, Dupré (2005), *Pilotage bancaire : les normes IAS et la réglementation Bâle II*, Revue Banque Edition Paris.

zéro coupon. Les deux dernières étapes sont des calculs de Value at Risk d'un actif et du portefeuille.

L'approche *CreditRisk+*⁵⁶ est une modélisation qui part de la perte de valeur d'un portefeuille obligataire, suite aux défaillances des entreprises qui le composent. L'appauvrissement dû à une baisse des notations n'est pas pris en compte dans ce modèle, mais seulement le non recouvrement du portefeuille obligataire. Nous sommes en présence d'une modélisation multifactorielle de la probabilité de défaut et la corrélation entre les états de défaut s'explique par la dépendance de la situation financière à des variables communes.

L'approche *CreditPortfolioView* (Wilson – 1997) a été développée par la société Mac Kinsey. C'est un modèle multi-facteurs qui pose le principe suivant : les probabilités de défaut et de changement de notation sont liées à l'économie. Quand l'économie est en récession, les notations baissent et les défauts augmentent, quand l'économie va bien, les notations montent et les probabilités de défaut baissent.

Enfin, l'approche KMV⁵⁷ de Kealhofer, McQuown et Vasicek Corporation propose une modélisation stochastique de la valeur des actifs qui aboutit à une distribution de l'écart entre la valeur des actifs et la valeur de la dette. Les probabilités de défaut sont tirées de cette distribution. La probabilité de défaut (PD) estimée passe par trois étapes : l'estimation de la valeur des actifs, de la volatilité et du seuil de défaut.

2.2.1.2.2 Le risque de marché

Pour le risque de marché, le dispositif antérieur à Bâle II défini par la *Capital Adequacy Directive*, demeure et les banques ont le choix entre une méthode standard et une approche de type VaR (*Value at Risk*). Elles utilisent leurs modèles internes pour calculer la VaR (Dupré, Dumontier 2005).

⁵⁶ In Dumontier, Dupré (2005), *Pilotage bancaire : les normes IAS et la réglementation Bâle II*, Revue Banque Edition Paris

⁵⁷ Idem

Au terme des accords de Bâle II, la distinction est faite entre le portefeuille de négociation, qui relève du marché et le portefeuille bancaire, qui dépend de la gestion actif passif. La VaR est l'outil de mesure du risque de marché en relation avec le portefeuille de négociation. C'est aussi un outil de mesure du capital économique, puisqu'elle permet de savoir combien il faut allouer de capital économique à un nouveau projet. Il faut mentionner aussi que le concept de perte de valeur d'un actif couplée à un contexte pessimiste s'inscrit statistiquement parlant dans une distribution gaussienne. Hors, la réalité de la VaR est extrêmement complexe. A l'opposé, les rendements des actifs ou plus encore leur taux de rentabilité ne relèvent pas d'une approche gaussienne, mais font l'objet de développements méthodologiques. On peut évoquer ici les simulations historiques, de variance, de co-variance et enfin de Monte Carlo, qui présentent des distributions sensiblement différentes selon qu'on applique l'une ou l'autre méthode.

2.2.1.2.3 Les critiques

L'un des arguments contre les modèles mathématiques qui appréhendent le risque consiste à considérer le risque comme un processus exogène. Selon Danielsson et alii (2001), la volatilité des marchés est le résultat d'une interaction entre les participants à ce même marché et est donc par nature endogène. D'après eux c'est même l'endogénéité du risque en période de crise qui explique l'échec des modèles. Dès cette époque, ces mêmes auteurs affirment que la VaR est susceptible, parce qu'elle ne tient pas compte de ce caractère endogène, d'exacerber les crises, déstabiliser l'économie et induire des crashes ! Pour continuer dans cette direction, la VaR est une mauvaise mesure du risque lorsque la distribution n'est pas normale. Quand les acteurs de marché reproduisent des comportements identiques, l'amplitude et la volatilité augmentent et le marché part dans un sens. C'est ce qu'on appelle un *one way market*. Mais quand le marché part dans un seul sens, les modèles ne fonctionnent plus. Plus encore, le fait d'utiliser des techniques de modélisation similaires rend l'aversion au risque encore plus homogène et les réactions des intervenants deviennent monolithiques, rendant le système financier encore plus fragile et instable.

Pour le risque de crédit et le risque opérationnel dans son évaluation la plus poussée, à savoir l'approche en mesures avancées, la distribution apparaît avec des « *heavy tails* »⁵⁸ ce qui va avoir, au terme d'analyses empiriques, une importance considérable en terme d'estimation du risque. La forme de la distribution et des queues de courbe met en danger le système bancaire (Danielsson 2000), (Embrechts, McNeil & Strauman 1999). Plus encore, une mesure du risque doit remplir une condition de sous additivité ou encore d'inégalité triangulaire. Cela implique que la VaR d'un portefeuille de deux actifs sera limitée à la somme des VaR de ces deux actifs. Ce qui permet de fixer une limite haute dans l'estimation du risque de tout portefeuille en additionnant tout simplement les VaR de tous les actifs constitutifs du portefeuille en question. Hors, les mêmes auteurs déjà mentionnés et d'autres par la suite montrent que cela vaut pour une distribution elliptique. « Dans le monde des distributions elliptiques, la corrélation est le résumé naturel et élégant de la dépendance... »⁵⁹, ce qui nous ramène au *Risk Management* selon Markowitz. Par contre, la même sous additivité en cas de distribution non elliptique disparaît : la mesure du risque du portefeuille n'est plus la somme des VaR des actifs la composant. La conséquence est d'importance, puisque la barrière supérieure ou le taquet de protection saute et que la diversification du risque devient propagation.

D'autres problèmes surgissent pour l'horizon temps des modèles qui est recommandé assez court au terme de Bâle II, alors que les périodes de volatilité se décryptent sur de longues périodes. La robustesse même du modèle est sujette à caution. On a vu, in vivo, à quel point les modèles ont volé en éclat et que rien ne semblait pouvoir arrêter le dérapage des marchés, amplifié par des ressorts de finance comportementale. Même si dans l'absolu ce ne sont pas les changements de prix violents qui font les crises, les crises s'accompagnent toujours de grands mouvements de prix. Le paradoxe dans le débat autour des modèles réside autour du fait que nous dénonçons les modèles, mais en même temps, nous sommes en attente du modèle unique, qui pourrait couvrir tous les risques. A un colloque⁶⁰ où ont été présentés les nouveaux modèles, susceptibles de remplacer les précédents, il convient de dire que c'est la perplexité qui domine. Un des

⁵⁸ Les queues de distribution ne sont pas plates.

⁵⁹ Embrecht, McNeil & Straumann, *Correlation and dependence in risk management: properties and pitfalls*

⁶⁰ Colloque « *Risk dependencies* », Paris Mars 2010, organisé par l'Institut Louis Bachelier, Europlace Institute of Finance (EIF) et la Fondation du risque.

représentants d'une banque centrale répond sur la validité des modèles par rapport aux « esprits animaux » et à la finance comportementale: les modèles ne sont qu'un benchmark et la partie psychologique des marchés, indissociable de l'activité, ne peut être modélisée. Le constat est inquiétant : la vérification en sciences est partie prenante du processus scientifique. Hors de nombreux modèles, tels la VaR dans la partie des queues larges, ne peuvent être « *backtestés* ». Si on ajoute la partie comportementale qui est hors modèle, il ne nous reste plus qu'à attendre la prochaine vague de la crise !

Un nouveau paradoxe apparaît aussi à travers les critiques contre les modèles. Les mêmes qui attaquent le plus sévèrement les modèles existants, essayent de développer le bon modèle. Un des arguments consiste à modéliser l'endogénéité du risque (Danielsson, Shin and Zigrand, 2009). A risque constant, si les banques rentrent dans une spirale cindynique et anticipent des turbulences, ces mêmes turbulences vont vraiment se réaliser. Le marché devient alors partagé entre l'appétit pour la prise de risque, dans un espoir rémunérateur, et l'aversion au risque. L'aversion au risque est elle-même à distinguer du concept de prudence, en particulier pour les taux d'intérêt, comme le montrent les travaux de Langlais (1995), même si prudence et aversion sont complémentaires. Le modèle défendu par les auteurs sus-mentionnés associe le multiplicateur de Lagrange et les contraintes de la VaR. Le multiplicateur de Lagrange est une méthode permettant de trouver les points stationnaires (maximum, minimum...) d'une fonction dérivable d'une ou plusieurs variables, sous contraintes. Le multiplicateur est alors lui même associé à un ratio de Sharpe, qui mesure l'écart de rentabilité d'un portefeuille d'actifs financiers par rapport au taux du sans risque, dit prime de risque. Une des conclusions du modèle ci-dessus est que lorsque l'appétit pour la prise de risque baisse avec des volatilités à la hausse, cela coïncide avec des corrélations croissantes, même si les chocs sous-jacents sont constants et indépendants à travers les actifs risqués.

En fait, on se retrouve en plein paradoxe de la tranquillité ou *Minsky moment*, puisque les marchés, tout comme les agents économiques, traversent de longues périodes de rendements élevés associés à une volatilité basse. Nous avons bien vu précédemment à quel point la volatilité et les anticipations de volatilité de l'inflation étaient basses avant la crise. Pendant ce temps calme, la bulle immobilière grossit et par contre le

premier choc induit une réaction violente des acteurs et l'appétit pour le risque disparaît d'une minute à l'autre. Plus les prix chutent, plus les intervenants prennent leurs pertes et coupent leurs positions et le tout dans une spirale qui ne semble jamais finir.

Pour conclure cette partie sur la modélisation, il faut ajouter que même si le référentiel comptable et la réglementation de Bâle II imposent dans les faits le recours aux modèles mathématiques de manière pratiquement systématique, la dimension humaine n'est pas absente, comme nous l'avons fait remarquer plus haut. Le paramétrage laisse une grande marge de manœuvre et encore une fois c'est peut-être là que sera la source de nouveaux dérapages. La finance, compte tenu des montants en jeu, reste un monde de tentation où la probité et la déontologie ne devraient souffrir aucune dérogation. D'autre part, il faut absolument introduire la notion de garde-fous dans la réécriture des accords de Bâle (Hildebrand 2008). Une des idées avancées récemment par Hildebrand est la limitation de l'effet de levier en complément de l'approche des risques multiples et pondérés

2.2.2 VOLONTE D'APPROCHER LE RISQUE ZERO

Avant la crise, la préoccupation est le choc de taux d'intérêt. C'est donc moins le risque de défaut de crédit que les variations du prix de l'argent qui sont l'obsession des superviseurs. Le Comité de Bâle, la Commission bancaire en France, chacun veut tester les résistances du système, face à une remontée violente des taux, alors qu'on est déjà reparti à la hausse sur le court terme. Nous avons d'ailleurs vu que la remontée des taux d'intérêt sur base monétaire avait contribué à faire dérailler la machine des *subprimes*. Nous verrons d'ailleurs la batterie de *stress tests* ante crise et ceux qui ont été mis en place juste après comme pour se rassurer. Pour l'heure, nous allons revenir sur la notion de taux d'intérêt et le risque y afférent. L'élément déclencheur de toute la crise a bien été - avant l'IAS 39 et Bâle II, les agences de notation, les modèles - la remontée des taux d'intérêt par crainte d'inflation aux Etats-Unis d'abord. C'est cette même remontée des taux qui a enclenché le *Minsky moment*, auquel peu de spécialistes prêtaient foi (Calomiris novembre 2007). Nous allons donc reprendre la notion de base de taux d'intérêt avec les fondamentaux qui la sous-tendent, puis le

risque de taux, tel qu'il est abordé principalement dans le pilier II des règles prudentielles pour replacer le tout dans la perspective que nous voulons résolument cindynique.

2.2.2.1 LE TAUX D'INTERET : LE DECLENCHEUR

Sans vouloir anticiper sur de futurs développements à propos de la finance comportementale, on peut néanmoins citer Keynes et une des définitions de la notion de taux d'intérêt : « Le taux d'intérêt est au plus haut degré un phénomène conventionnel plutôt que psychologique. Car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante la prévoit. N'importe quel taux d'intérêt que l'on accepte avec une conviction suffisamment forte quant à ses chances de durer, durera effectivement. »⁶¹

D'autres, comme l'OCDE, qualifient le taux d'intérêt du coût de l'emprunt ou du gain provenant d'une opération de prêt, exprimé en pourcentage sur base annuelle. Des définitions mettent en évidence, pour l'épargnant, le fait de renoncer à consommer au profit d'un acte d'épargne, voire d'investissement. Le taux d'intérêt devient le loyer de l'argent en rapport avec le temps que dure cette non consommation. Le club de Paris parle d'un taux d'intérêt standard auquel est ajoutée une marge de gestion. Et il rajoute : ce taux, qui peut être fixe ou variable, n'inclut pas de prime de risque sur le pays débiteur. Pour les entreprises, c'est un coût de production, pour les ménages, c'est un revenu, qui est la rémunération de l'épargne. Enfin, on peut ajouter que c'est un pourcentage, calculé selon des conventions, qui mesure de la manière synthétique la rentabilité pour le prêteur et le coût pour l'emprunteur des flux de prêt emprunt.

Si l'on résume ce que nous avons vu précédemment, on peut dire que le risque est le moteur de l'investisseur et la hantise du régulateur. Une mauvaise appréhension du risque de taux ou des prises de position excessives avec des marchés qui évoluent dans le sens inverse des anticipations devient un risque majeur pour l'entité concernée, et le système bancaire auquel elle appartient. La titrisation était porteuse de risques induits

⁶¹ Keynes J.M., *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie*, Payot Paris 1971

qui ont englouti Lehman Brothers et qui ont donc poussé les Etats à des injections massives de liquidités pour sauver le système dans son intégralité.

Pour évoquer un autre cas que celui des *subprimes* et le paradoxe de la tranquillité, on se rappelle qu'en 2000 les anticipations de taux d'intérêt américains étaient à la hausse (de 6 % à ce moment-là vers des anticipations à 8 %). Face à une croissance molle et suite aux attentats de septembre 2001, les taux du marché monétaire, de la volonté même des autorités monétaires pour relancer la machine économique, sont tombés aux alentours de 1 %. Et après, ils ont fluctué en fonction des impératifs économico politiques. Car les taux d'intérêt sont aussi une arme de politique monétaire pour stimuler la croissance ou ralentir l'inflation. D'une manière générale, le risque de taux est inhérent à la vie économique d'un pays. Par contre, la gestion du risque de taux est récente du fait de la volatilité accrue des marchés depuis le début des années 70. La globalisation ne fait qu'augmenter les effets des ondes de choc financières, comme nous l'avons vu en 2007 et surtout en 2008.

Le risque de taux d'intérêt global (RTG) d'une banque est « le risque encouru en cas de variation des taux d'intérêt du fait de l'ensemble des opérations de bilan et hors-bilan, à l'exception le cas échéant des opérations soumises au risque de marché. » (Règlement CRBF n°97-02 21/02/1997).

Le Comité de Bâle définit à plusieurs reprises le risque de taux d'intérêt dans ses publications, en particulier dans un document intitulé « *Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk* » en juillet 2004. Le risque de taux d'intérêt est, d'après ce texte, l'exposition de la position financière d'une banque à des mouvements de taux d'intérêts contraires. Accepter ce risque fait partie de l'activité bancaire et peut être une importante source de rentabilité et d'augmentation de valeur pour les actionnaires. Cependant, un risque de taux excessif peut menacer de manière déterminante les profits et le capital de l'entité. Les changements dans les taux d'intérêt ont des conséquences sur les valeurs des éléments d'actif, de passif et du hors bilan.

La question du risque de taux, à un moment où les taux, en particulier les taux longs, sont historiquement bas et que le poids structurel des emplois à taux fixe est très lourd, prend une importance cruciale pour le développement du système financier dans un environnement sain. Qui dit risque de taux, dit mesure du risque et les autorités de tutelle auraient besoin d'indicateurs pour le quantifier. Hors les indicateurs sont difficiles à mettre en place et ne peuvent pas avoir un caractère unique et universel du fait de situations hétérogènes et très complexes. Cela dit, c'est d'abord au niveau interne que les premiers verrous doivent être mis en place. La gouvernance financière, au niveau international, et bancaire, au niveau local, doit encore écrire sa charte, avec droits et obligations.

La fonction des banques qui sont les intermédiaires privilégiés des ménages est comme on l'a déjà mentionné, de transformer les dépôts, souvent à court terme, en financement d'actifs à long terme. Le risque de taux est donc aussi un risque de transformation. Les ménages, à l'inverse, eux sont souvent prêteurs à court terme et emprunteurs à long terme, principalement pour financer leur logement.

D'autre part, les banques peuvent avoir une position volontariste en faisant ce qu'on appelle des impasses de taux, plus ou moins couvertes par des instruments de couverture. Si l'on se place du côté de l'initiateur de l'opération et non de celui qui va traduire cette même opération en termes comptables, une impasse de taux mesure la sensibilité de la somme des intérêts reçus et des intérêts versés sur le portefeuille bancaire aux fluctuations des taux d'intérêt du marché. Cette démarche est due principalement à des possibilités d'arbitrage qui apparaissent dans le marché.

La gestion et la mesure du risque de taux doivent être appréhendés sur un plan macroéconomique par les autorités de tutelle. C'est tout l'enjeu du pilier 2 de Bâle II. Sur un plan interne, c'est au département Gestion Actif-Passif ou ALM (*Assets Liability Management*) que revient la tâche d'évaluer ce risque et de le maîtriser.

2.2.2.2 RISQUE DE TAUX ET TRANSFORMATION BANCAIRE

La transformation bancaire est le quotidien des banques. Tout n'est pas transformation et la titrisation est le prolongement de la transformation bancaire. Dans une banque, on distingue les opérations en risque de taux qui relèvent du portefeuille trading ou négociation et celles qui relèvent du portefeuille bancaire. Le portefeuille trading est l'objet d'un suivi au niveau de la salle de marchés, avec des délégations de montants et de durée bien précises : il est valorisé au cours de marché. Le portefeuille bancaire est piloté, lui, par la gestion Actif-Passif ou dit ALM.

Il existe aujourd'hui trois modalités de décalage (Quémard & Golitin 2005) qui sont gérées par le département ALM. Le premier décalage est celui des volumes et des échéances entre les ressources et les emplois à taux fixe, ainsi que le décalage des dates de révision des taux appliqués pour les éléments du bilan à taux flottant.

Un autre décalage à signaler est celui des emplois et des ressources à taux variable sur des marchés différents ou sur des durées différentes, comme EURIBOR 3 mois contre EURIBOR six mois, ou EURIBOR contre LIBOR. Là, le rapport EURIBOR/LIBOR est apprécié en terme de *spread* et par exemple en 2003 les taux de l'Euro étaient environ à 3 % et les taux du dollar étaient plus ou moins à 1 % selon les périodes : les taux de l'Euro étaient plus élevés que ceux du dollar. L'Euro était en déport en langage de marché. Puis, on est passé à une situation complètement inverse, les taux du dollar sont devenus supérieurs à ceux de l'Euro : ils ont été en report. Pour revenir à une situation de déport à nouveau, ce qui montre que le rapport des monnaies entre elles est sujet à volatilité et donc à risque.

Enfin, une source de risque de taux d'intérêt est la présence d'options au sein de certains éléments du bilan ou du hors bilan. Une option comme son nom l'indique est le droit et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent et donc d'avoir une influence sur les flux d'un instrument financier ou d'un contrat. Le trading d'options existe, mais une option peut faire partie (*embedded*) d'un autre instrument financier, comme l'option de remboursement anticipé, qui si elle est levée, va forcément modifier les flux (Quémard et Golitin 2005).

A ces trois sources de décalage, on pourrait aussi ajouter d'une manière générale, le risque de *Yield Curve* ou de structure à terme des taux d'intérêt. Les dangers augmentent et les profits diminuent, quand la courbe des taux s'aplatit ou devient plus pentue. Cela n'est pas sans rappeler aussi l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky (Minsky 1992) avec les trois niveaux d'acteurs qui empruntent : les *hedgers*, les spéculateurs, et les adeptes de la pyramide de Ponzi. Les *hedgers* peuvent faire face à toutes leurs obligations. Les spéculateurs assurent les flux, mais sont obligés d'emprunter à nouveau pour rembourser le principal du prêt précédent. Quant à la pyramide de Ponzi et ses adeptes, le plus bel exemple a été fourni aussi par la crise financière et l'affaire Madoff. Ce dernier payait les intérêts des investisseurs avec l'argent frais apporté par les nouveaux entrants.

Si l'on regarde ce qui a précédé la crise et l'état d'esprit qui régnait encore en 2007, le sentiment qui prévalait était que les banques avaient un large volant de fonds propres. Selon une étude de 2004 menée par le Secrétariat général de la Commission Bancaire (Mission d'information Bâle II), il s'avère que les grands groupes français⁶² ont une organisation similaire au niveau de la forme pour les départements ALM : la gestion actif passif n'est pas un centre de profit, mais les profits dégagés sont répartis selon des clés qui leur sont propres.

Comment fonctionne un département ALM ? La finalité de la mission ALM n'est pas la couverture totale, mais au contraire décider, avec le recul nécessaire, s'il faut couvrir ou pas les impasses de taux et jusqu'où aller. L'horizon temps peut être long, les taux pouvant atteindre dix ans ou trente ans. Les impasses sont encadrées en fonction des délégations internes propres à chaque banque. Le département ALM gère un existant, il n'est pas initiateur de positions. Cette séparation entre le trading, centre de profit, et l'ALM est énoncé par le Comité de Bâle dans le document déjà cité, comme un principe clé de cette gestion du risque de taux du portefeuille bancaire.

⁶² BNP-Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Caisses d'Epargne, Natexis Banques Populaires, CCF.

Les gestionnaires actif passif ont la possibilité de gérer de deux manières : soit en utilisant la couverture globale, soit pratiquement le cas par cas. La couverture globale revient à couvrir l'exposition nette au risque de taux généré par l'ensemble des activités d'intermédiation. Il suffira alors de couvrir, ou pas, les soldes par échéance, c'est ce qu'on appelle une couverture résiduelle. Aux termes de l'étude mentionnée précédemment, il s'avère que cette méthode est bien adaptée aux grands groupes français, qui sont multifonctions. L'éventail des activités et des produits est tel, que seule une gestion globale peut être efficace. Par contre, à force de tout mettre dans le même pot, et l'on atteint par là la limite de cette méthode, on risque de s'éloigner de la notion même de couverture et de se retrouver à initialiser des positions, pour adosser un risque qu'on n'arrive plus à identifier.

Le cas par cas, ou autrement appelé micro couverture, répond à un risque identifié et unitaire. S'il devient systématique, on revient à une sorte de globalisation mais plus affinée. Dans la gamme des produits de couverture, toujours selon la même étude, les swaps et les FRA (Forward Rate Agreement) sont statistiquement les plus utilisés (100% des groupes), puis ce sont les options et les produits obligataires (57 %) et les prêts et emprunts (43 %)⁶³.

En France, seulement 43% des grands groupes bancaires disposent de systèmes avancés couvrant l'ensemble d'un groupe, avec un traitement des opérations assez pointu⁶⁴. Pour ce qui est du reste, les autres entités présentent une grande disparité dans l'approche et dans la finesse d'analyse. Nous étudierons un plus loin le terrain et en particulier les réactions en cas de *stress tests*. Par contre, on peut déjà dire que la profession bancaire n'est pas en possession d'indicateur standard pour la gestion actif-passif du portefeuille bancaire, comme c'est le cas pour le risque de marché avec la VaR (*Value at Risk*). Nous avons déjà évoqué largement les critiques de la VaR , que nous ne reprendrons pas ici. Cependant il convient de répéter que le Comité de Bâle a toujours encouragé vivement, malgré la complexité de situations hétérogènes, les banques à se doter d'indicateurs et d'instruments de mesure.

⁶³ Selon la même étude de 2004 menée par le Secrétariat général de la Commission Bancaire (Mission d'information Bâle II).

⁶⁴ Idem.

D'une manière générale, on peut dire que l'ALM intervient pour des opérations long terme, porte sur des flux futurs d'intérêt pour des opérations au bilan ou hors bilan et qu'elle assure la maîtrise d'éventuels déséquilibres à venir en fonction de l'évolution des taux d'intérêt. Enfin, le portefeuille bancaire couvre des opérations de clients au sens large, qui ne sont pas des opérateurs de marché.

Pour faire le lien avec ce que nous avons vu précédemment, nous avons le pilier 2 des accords de Bâle qui traite du risque de taux, le taux étant lui-même l'outil indispensable du banquier pour satisfaire les objectifs de rentabilité. Hors, dans la période précédant le choc, les esprits étaient tournés vers d'autres dangers au moment de l'éclatement de la crise des *subprimes*. En particulier, les établissements financiers ont dû donner aux superviseurs nationaux les résultats de simulations de choc de taux d'intérêt de 200 points de base et être en mesure de mesurer la sensibilité de leur capital en fonction de choc de taux d'intérêt. Donc, nous étions toujours concentrés sur la maîtrise des taux qui faisait écho elle-même aux préoccupations de lutte anti-inflation, alors que le prix des actifs flambait en permanence et que personne ne voulait voir ce danger : un vrai refoulement cindynique, nous ne voulions pas voir le danger, nous avons pratiqué la politique de l'autruche.

2.2.3 VOLONTE DE MAITRISER LES RISQUES DANS UN ESPRIT CINDYNIQUE

Si nous nous replaçons dans l'axe de notre problématique, à savoir entre paradoxe et volonté, réelle ou non, de maîtriser les risques, nous allons voir maintenant un certain nombre d'outils qui ont renforcé l'illusion d'un pilotage contrôlé du système financier. Tout d'abord, nous reviendrons à l'étude de la Commission Bancaire que nous avons déjà mentionnée et qui est dans une perspective résolument de risque de taux. Puis nous verrons les études quantitatives d'impact réalisés par le Comité de Bâle. Enfin, nous verrons les *stress tests* de 2009, donc post-crise, qui sont arrivés comme une nouvelle promesse de sécurité financière, peut-être de courte durée.

2.2.3.1 L'ETUDE DE LA COMMISSION BANCAIRE ET *STRESS TESTS*

Parmi les mesures de risque effectuées pour nous maintenir dans un état de confiance, nous commencerons donc par l'analyse, déjà mentionnée, réalisée par le Secrétariat Général de la Commission Bancaire en 2004 auprès de BNP-Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Caisses d'Epargne, Natexis Banques Populaires et le CCF. Elle montre des systèmes de mesure et de gestion des risques, en particulier du risque de taux global, et des méthodologies assez proches selon les établissements concernés. Par contre, une analyse des lignes de crédit et des comportements des clients révèle des comportements tout à fait contrastés.

Le travail d'analyse d'exposition au risque de taux passe par la faculté de résister à un choc de taux qui pourrait s'avérer violent. Ce sont des analyses de sensibilité, qui reposent des indicateurs du risque, qui incorporent un certain nombre d'incertitudes liés à l'évolution de la courbe des taux et de ses conséquences.

En langage ALM, les mesures de risque de taux d'intérêt global reposent sur les positions et les flux de bilan et de hors bilan. Il faut donc décomposer les flux en taux et grâce à des échéanciers. Il existe des postes où le terme définitif de l'instrument financier ou le taux, voire les deux ne sont pas clairement identifiés, comme les dépôts à vue (DAV), les plans d'épargne logement (PEL) et d'une manière générale les produits offerts à la clientèle qui dépendent de la capacité d'épargne des ménages et de leur besoin de jouir de cette épargne. A cela il faut ajouter les fonds propres. Dans ces cas-là, les banques ont établi des conventions d'écoulement et de rémunération, qui intègrent les anticipations, les stratégies de l'établissement et les anticipations des comportements clients.

Au cours de l'étude, selon les établissements, il ressort que les DAV sont comptés pour des durées comprises entre deux et quinze ans. La présence d'options cachées dans tel produit offert par une banque nécessite une approche modélisée, qui intègre la notion d'options comportementales. Les options cachées sont principalement dues au fait de la possibilité de remboursement anticipé ou de changement de durée, comme

avec les nouveaux crédits rechargeables, ou enfin du passage de taux fixe à taux flottant.

L'ALM mesure, puis simule les ondes de choc qu'un fort mouvement de taux aurait sur les flux de la banque au bilan et hors bilan. Les simulations peuvent être ou statiques avec en quelque sorte un choc frontal, ou dynamiques en regardant l'évolution de l'onde de choc à travers le portefeuille bancaire, en les suivant pendant un certain temps.

Quand on parle de choc de taux d'intérêt violent, on est sur des niveaux de 100 à 200 points de base sur tous les taux de la courbe. On peut aussi imaginer des scénarios catastrophes avec des mouvements de baisse ou de hausse continue et avec des déformations particulières de la courbe des taux. Une courbe qui s'aplatit ou qui devient très pentue, ou encore qui prend une forme bossue, peut être annonciatrice d'une mauvaise réaction du portefeuille bancaire.

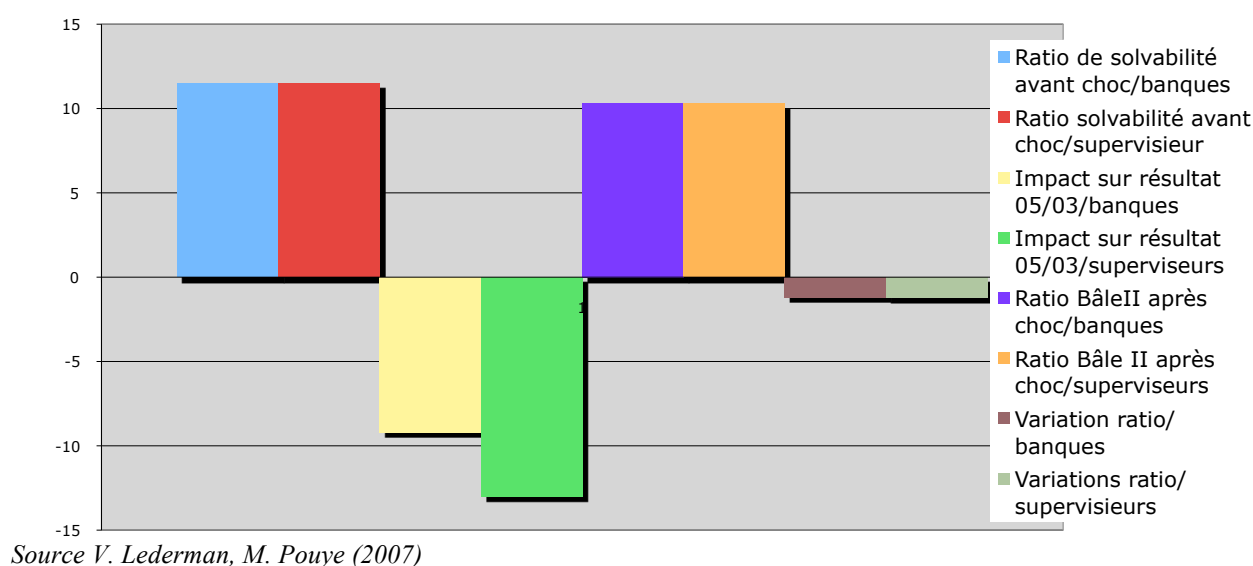
Là aussi, aux termes de l'étude, il apparaît que chaque établissement est évidemment libre dans ces choix d'hypothèses et les résultats de simulations présentent une grande hétérogénéité. Les méthodologies sont par contre très proches. Cela dit, si on veut établir des comparaisons cohérentes pour mesurer l'impact des variations de taux sur l'ensemble des grands groupes bancaires, il ressort que l'exercice s'avère peu cohérent.

La capacité de résistance du système bancaire à réagir de manière satisfaisante à un choc violent, comme nous l'évoquions précédemment, se fait grâce à des *stress tests* autrement dit des situations extrêmes. C'est donc en 2004, que des tests ont été pratiqués par le Secrétariat Général de la Commission Bancaire, en coordination avec la direction générale des Etudes et Relations internationales de la Banque de France, dans le cadre des « *Financial Sector Assessment Programs* » du Fonds Monétaire International. L'échantillon est constitué des sept principaux groupes bancaires représentant 60 % du PNB total du système bancaire et 80 % du total des actifs de 2003. Le scénario du FMI consiste en un savant mélange d'une baisse de 50 points de base sur le jour le jour, des taux à dix ans stables, et d'une interpolation pour les

périodes intermédiaires. Autre scénario : une hausse de 150 points de base du court terme et de 50 sur le long. Le secrétariat général ajoute un cas supplémentaire, une hausse de 300 points de base sur toute la courbe et pour une projection sur deux ans. Il faut dire qu'un tel choc est d'une rare violence surtout sur toute la courbe, car souvent la courbe se déforme progressivement et laisse un peu le temps aux intervenants de réagir.

Le modèle macroéconomique de la Banque de France que nous avons évoqué plus haut, dénommé Mascotte, principal outil utilisé pour les projections à grande échelle, a été utilisé en répartissant les 300 points de base de manière égale sur les deux années. Les conséquences se traduisent par un ralentissement de l'activité (-0,4 point de pourcentage pour 2005 en prévision) au plan de l'investissement et en particulier en termes de crédits (-5,4 points de pourcentage). L'intérêt de l'étude est aussi de mesurer l'impact sur le système bancaire français, exprimé en rentabilité et solvabilité. Et là on s'aperçoit que les simulations de la Commission Bancaire ont un impact négatif sur les résultats des établissements financiers au bout des deux ans estimé à -13%. Quand ce sont les banques qui simulent, l'impact est de -9,2%. Quant à l'impact sur le ratio de solvabilité de type Bâle II, alors que le ratio était à 11,50% avant le choc, il fléchit à environ 10,30% après.

2.3 Représentation graphique de l'étude de la Commission Bancaire



Ce qui est intéressant à travers ces études, initiées par les instances nationales ou internationales, c'est la taille de l'étude, de l'échantillon et la richesse des résultats qui en découle. Ce sont ces mêmes atouts qui nous ont conforté dans la crédibilité des instances monétaires, dans la sécurité du système financier et renforcé le sentiment en quelque sorte de l'invincibilité des investisseurs.

2.2.3.2 DE LA QIS 3 ...

Les QIS (*Quantative Impact Studies*) sont des études d'impact qui ont été réalisées à partir de 2001 par le Comité de Bâle. Les premières études étaient surtout destinées à déterminer si le Comité avait atteint son but en matière d'adéquation du capital. Les données sont récoltées sur une base mondiale et présentent des résultats évidemment incomparables en matière de richesse et de densité des résultats.

En Octobre 2002, le Comité lance la QIS 3, qui est donc la troisième étude d'impact, qui constitue une étape importante, voire décisive, pour l'avancement de la finalisation de la nouvelle réglementation, matérialisée par les CP3, *consultative papers*. L'étude a pour cible les banques et les nouveaux fonds propres, au centre du pilier 1 des accords. Cette étude est double, puisque dès juin 2002, une analyse séparée, relative aux risques opérationnels est lancée et publiée en mars 2003.

A chaque pas important des travaux du comité, des études sont programmées pour éclairer la progression et l'adéquation des recherches. Par exemple, comme certains points de l'étude QIS 3 demandaient des améliorations et des précisions, des pays membres ont décidé de conduire une quatrième étude cette fois-ci au plan national de chaque membre avec un horizon temps, soit toute l'année 2004, soit au cours de la première moitié de l'année 2005. Cette étude est donc connue sous l'appellation QIS 4. Comme les résultats sont sortis de manière peu homogène d'un pays à l'autre, le Comité a publié des lignes directrices, en quelque sorte formatées pour les cahiers de travail et les instructions.

En mars 2005, pour encore plus affiner l'impact quantitatif, mais aussi qualitatif de la réglementation, le Comité de Bâle a annoncé le lancement d'une cinquième étude, la QIS 5, pour mesurer l'impact de la double mise en défaut d'un débiteur d'une part et de tout ce qui concerne le portefeuille négociation d'autre part. Comme ce dernier ne relève pas de l'ALM, nous allons analyser brièvement les grandes tendances qui se dessinent après la QIS 3.

La QIS 3 porte sur 188 banques dans les 13 pays du G10, le G10 étant composé de l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les Etats-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse, et sur 177 banques dans trente autres pays. Les banques pour le G10 et l'Union Européenne ont été réparties sur deux groupes. Le groupe 1 compte les banques les plus importantes par la taille, les plus diversifiées et très actives sur le plan international. Le groupe 2 est constitué de banques plus petites et souvent plus spécialisées. Des résultats distincts pour les deux catégories de banques ne sont pas publiés pour la rubrique « autres ».

Il ressort de l'étude, pour ce qui est des exigences de fonds propres, une augmentation de cette exigence dans le cas des approches standardisées et une baisse importante, dans le cas du groupe 2, pour les banques du G10 et de l'Union Européenne, dans le cadre des approches de base en notations internes. Pour ce qui est de l'approche avancée, les diminutions, même faibles, sont constatées.

2.4 Tableau des résultats mondiaux, en matière d'exigence de fonds propres

	Standardised			IRB Foundation			IRB Advanced		
	Average	Max	Min	Average	Max	Min	Average	Max	Min
G10 Group 1	11%	84%	-15%	3%	55%	-32%	-2%	46%	-36%
Group 2	3%	81%	-23%	-19%	41%	-58%			
EU Group 1	6%	31%	-7%	-4%	55%	-32%	-6%	26%	-31%
Group 2	1%	81%	-67%	-20%	41%	-58%			
Other Group* 1/2	12%	103%	-17%	4%	75%	-33%			

Source Basel Committee on Banking Supervision QIS 3, Summary of Results (2003)

Les pays autres sont : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Australie, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Hong-Kong, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Malte, Norvège, Philippines, Pologne, République Tchèque, Russie, Singapour, Slovaquie, Tanzanie, Thaïlande et Turquie.

Pour autant, la fluctuation des résultats entre banques et l'augmentation des risques couverts par le pilier 2 n'ont pas impliqué des allègements en termes de capital. Avec le recul, on se dit heureusement et la négociation aujourd'hui est inversée. Les superviseurs veulent augmenter les charges en capital pour couvrir d'autres risques sous-estimés, ce qui ressortira peut-être de la nouvelle étude d'impact qui commence en février 2010. De plus, les innovations de la réglementation, comme le risque de réputation et de stratégie par exemple, laissent toujours planer un doute quant à la charge en capital réelle qui va en découler. A quoi il faut aussi ajouter, que les banques vont être sous haute surveillance, surveillance des autorités de tutelles, de la direction générale. Le tableau repris ci-dessous reprend la contribution moyenne en termes de changement dans l'approche standardisée, qui se retrouvera dans le Consultative Paper 3 (CP3).

2.5 Tableau base CP3

Portfolio	Contribution Group 1	Contribution Group 2
Corporate	1%	-1%
Sovereign	0%	0%
Banks	2%	0%
Retail : (total)	-5%	-10%
- Mortgage	-3%	-4%
- Non-mortgage	-2%	-4%
-Revolving	0%	-2%
SME (Total)	-1%	-2%
Specialised lending	0%	0%
Equity	0%	0%
Trading Book	1%	0%
Securitised assets	1%	0%
Other portfolios	1%	2%
Overall credit risk	0%	-11%
Operational risk	10%	15%
Overall change	11%	3%

Source Basel Committee on Banking Supervision QIS 3, Summary of Results (2003)

Nous allons passer à la QIS 5 et mentionner celle qui démarre avec une première phase de collecte de données.

2.2.3.3 ...VERS D'AUTRES QIS ?

En mars 2005, le Comité de Bâle a annoncé sa décision de revoir la calibration du cadre Bâle II au printemps 2006. Le Comité a alors lancé une QIS 5 pour analyser la possibilité de double défaut d'une part et les effets du portefeuille de trading. Les résultats ont été publiés en juin 2006. En février 2010, le Comité a lancé une nouvelle collecte de données pour une étude quantitative d'impact complète, pour mesurer les conséquences pour les banques qui participent à l'application des règles prudentielles.

Pour être tout à fait précis, la QIS 5 n'est que le prolongement de l'étude numéro 4. Elle a eu lieu après la publication des lignes directrices en juillet 2005 quant au portefeuille de négociation bancaire, le double défaut et les conseils pour les pertes en cas de défaut⁶⁵. L'échantillon est de 31 pays. Ce sont les autorités monétaires des pays participants qui ont assuré la collecte des données sur base des instructions et du manuel délivré par le Comité. Les résultats ont été soumis en mars 2006.

L'échantillon bancaire comprend sur les deux études, QIS 4 et 5, finalement 32 pays, avec 56 banques du Groupe 1 et 146 banques du Groupe 2, donc un total de 202 banques pour les pays du G10 and 154 banques d'autres pays. Pour l'étude, le G10 comprend :

- les 13 pays membres du Comité de Bâle⁶⁶ ;
- Le groupe *CEBS* (*Committee of European Banking Supervisors*) : ce sont des pays membres de l'Union Européenne, ou en voie de l'être ou faisant partie de la Zone Economique Européenne, tous membres du Comité des Superviseurs bancaires européens, d'où le nom du groupe.
- Le groupe divers est celui des pays qui n'appartiennent ni au premier ni au second groupe. Et ils sont huit à avoir participé à l'étude.

Le résumé des résultats commence par rappeler le but de Bâle II : améliorer les règles existantes en alignant les exigences en terme de capital de manière plus étroite avec les risques sous-jacents auxquels les banques ont à faire face. A la lueur de la crise financière de 2007-2008, on ne peut qu'avoir un sentiment de perplexité, voire d'impuissance par rapport à ce rappel des faits. Nous continuons à nous mouvoir dans le monde de l'illusion et du paradoxe. Les études et leurs résultats vont participer au sentiment rassurant que le système bancaire est dans un état satisfaisant, avec des constantes stables, voire très encourageantes. Le malade, qui d'ailleurs se pense en bonne santé, se porte bien effectivement.

⁶⁵ BCBS : *The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects*.

Guidance on the estimation of Loss Given Default. Les deux documents ont été publiés en juillet 2005.

⁶⁶ Allemagne Belgique, Canada, Espagne, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

Les rédacteurs nous préviennent aussi que d'essayer de comparer les résultats de l'étude 3 avec ceux combinés des *QIS* 4/5 n'a pas de sens pour deux raisons. La première est que l'état d'avancement du chantier Bâle II est évidemment plus loin dans le temps en 2005-2006 qu'en 2003. L'autre fait à prendre en compte est que le contexte économique est plus favorable en 2005-2006 qu'il ne l'est en 2003 : nous sommes à ce moment là encore dans une période post-attentats de 2001 et en lutte contre la récession. Et même pour les *QIS* 4 et 5, les résultats recueillis n'intègrent pas les derniers documents venus en complément d'informations repris ci-dessus, comme le portefeuille de trading par exemple.

Le verdict, issu des questionnaires, montre que le capital minimum exigé sous Bâle II devrait être en baisse par rapport à l'accord de Bâle I. Un seul exemple, qui encore une fois, nous permet de mieux comprendre à quel point nous étions dans le paradoxe : le capital minimum exigé pour couvrir le risque crédit et opérationnel devrait décroître de 6,8%. Même en recherches avancées (*IRB approach*), la réduction est encore plus importante, soit 7,1%.

2.6 Tableau des résultats globalisés des *QIS*

Table 1
Change in minimum required capital relative to current Accord, in per cent

	Standardised approach	FIRB approach	AIRB approach	Most likely approach
G10 Group 1	1.7	-1.3	-7.1	-6.8
G10 Group 2	-1.3	-12.3	-26.7	-11.3
CEBS Group 1	-0.9	-3.2	-8.3	-7.7
CEBS Group 2	-3.0	-16.6	-26.6	-15.4
Other non-G10 Group 1	1.8	-16.2	-29.0	-20.7
Other non-G10 Group 2	38.2	11.4	-1.0	19.5

A la lecture de ce tableau, et si on se replace dans l'esprit de 2006, où l'économie est en pleine expansion, où les prix des actifs flambent et les banques font des profits records, on se sent en sécurité. Quoiqu'il arrive, les banques ont des fonds propres en surplus, donc de quoi amortir apparemment toute sorte de chocs. Un responsable de la Commission Bancaire en octobre 2007 répond à une question sur la solidité du système bancaire en étant très lénifiant : « Nous sommes en train de vivre un *stress*

test grandeur nature, mais les banques ont des fonds propres en excédents et elles sont de taille à résister. »

2.7 Exigences en terme de fonds propres à travers les différentes approches

Table 7
Incentive structure
Minimum required capital for foundation IRB relative to standardised, and minimum required capital for advanced IRB relative to foundation IRB, in per cent

	Foundation IRB/standardised	Advanced IRB/foundation IRB
G10 Group 1	-13.3	-5.1
G10 Group 2	-8.1	-6.6
CEBS Group 1	-13.5	-6.8
CEBS Group 2	-12.4	-6.7
Other non-G10 Group 1	-20.6	-7.3
Other non-G10 Group 2	-19.9	-11.0

For "Foundation IRB/standardised" columns, only those banks which provided data for both the standardised and the foundation IRB approaches are included. For "Advanced IRB/foundation IRB" columns, only those banks which provided data for both the foundation and the advanced IRB approaches are included. The figures do not take account of the transitional floors set by the Committee.

Dans le tableau repris ci-dessus, les exigences en terme de capital pour les mesures internes et pour les mesures internes avancées font apparaître le fait que les banques étaient bien en excédent de fonds propres. Comme tout le processus d'implantation est en cours d'une part et que d'autre part, l'environnement économique au moment de la QIS 5 est favorable, le Comité recommande le maintien du niveau de fonds propres tel qu'il est. Les superviseurs nationaux devront s'assurer que les banques maintiennent un volant suffisant de fonds propres tout au long des cycles économiques⁶⁷. Cette phrase qui paraît anodine à première lecture, revêt après les événements de l'automne 2008 une autre signification. Les superviseurs, banques centrales et pouvoir politique, ont dû intervenir pour maintenir le niveau de fonds propres soit par nationalisation et rentrée dans le capital des banques, soit par injection massive de liquidités. Cette liquidité retrouvée, via les banques centrales, y compris la Banque Centrale Européenne, a permis aux banques de continuer à fonctionner dans un premier temps et de programmer très vite des augmentations de capital pour combler les manques.

Pour ce qui est de la prochaine étude, les soumissions sont à rendre fin avril 2010. Parallèlement, le Comité de Bâle a entamé une procédure de consultations quant au

⁶⁷ « ... supervisors will ensure that banks will maintain a solid capital base throughout the economic cycle. » Results on the Fifth Quantitative Impact Study.

problème de la liquidité. Les travaux sur le risque de liquidité et sa mesure sont justifiés par la crise de liquidité de 2008 où il est rappelé que, malgré l'injection massive de fonds à court terme, de nombreuses banques ont fait faillite ou ont fusionné pour éviter le pire. Le Comité insiste sur la capacité, lors d'une crise, des marchés à se cristalliser sur le risque de liquidité. On assiste à une véritable « évaporation » des sources de financement, évaporation due aux inquiétudes quant à l'évaluation des actifs et du respect des règles prudentielles. En résumé, tous ces textes annoncent la prochaine arrivée d'un ratio de liquidité en particulier pour les banques actives au niveau international. En dehors des textes officiels, il semblerait que les négociations pour affecter du capital à un nouveau ratio se fassent dans la douleur, puisque c'est encore des fonds propres qui deviennent dédiés et ce qui va encore impliquer une difficulté en terme de distribution de crédit.

Pour conclure, il est bon de rappeler que les critiques sur Bâle II vont toutes dans le même sens. Si la juste valeur est au cœur d'un débat qui n'est pas seulement un débat de crise, mais plus un débat sur le cadre conceptuel même de la comptabilité et des normes internationales, les règles prudentielles ont bel et bien montré de graves lacunes. La première des ces lacunes, porteuse de procyclicité, comme une grande partie du dispositif, est le risque de modèle. Le modèle n'est pas bon, changeons de modèle ! Un autre aspect que nous venons de développer occupe une position centrale dans le dispositif ante crise : le taux d'intérêt. De nombreuses études ont été menées pour voir comment résistait le système en cas de hausse brutale des taux d'intérêt. Mais les études tenaient compte de situation classique, dans une activité bancaire traditionnelle et la réponse était à chaque fois, le système grince un peu mais tient bon. Comme en plus, le Comité de Bâle affirme qu'il y a un excédent de fonds propres, nous pouvons nous dire que nous sommes à l'abri des dangers. Et l'illusion perdue ! De plus, les derniers *stress test* sur l'état du système bancaire ont été publiés en juillet 2010. Seules sept banques ont échoué, toutes les autres ont réussi (*Stress test* du CESB, 23 juillet 2010)⁶⁸. Pourtant, de nombreuses voix s'élèvent pour dire que la confiance dans le système bancaire n'est pas complètement rétablie et que « la transparence des *stress tests* ne démontre pas leur fiabilité⁶⁹ ». Deux critiques ressortent de plusieurs articles, dont celui mentionné : une mesure via le Tier1 pas

⁶⁸ Rapport sur le site de la Banque de France.

⁶⁹ Article de P.Thal Larsen, Le Monde du 28/07/2010, sur lemonde.fr

assez exigeante et le traitement du portefeuille obligataire. En effet, ce dernier est considéré comme détenu jusqu'à l'échéance dans sa globalité et donc non soumis à la valorisation de marché.

Il est temps de dresser le cadre conceptuel de cette recherche avec d'une part les paradoxes à décliner en tranquillité (Misnky 1975), crédibilité (Borio 2002-2003) et sécurité. Ces paradoxes seront prolongés par la cindynique (Kervern 1995). D'un autre côté, nous avons un deuxième couple de concepts qui sont plutôt antinomiques : l'efficacité des marchés (Fama 1965) et la finance comportementale (Kahneman et Tversky 1979). Dans une seconde partie du chapitre, nous tiendrons une discussion méthodologique, qui nous permettra de justifier un certain nombre de choix et nous amènera aux apports et recommandations du dernier chapitre.

CHAPITRE 3

CADRE CONCEPTUEL & DISCUSSION METHODOLOGIQUE

Une fois que le décor est planté, tant au niveau du contexte comptable que réglementaire, et après un état des lieux contradictoires des culpabilités et du rôle de chacun, il est temps d'aborder un certain nombre de théories qui vont tantôt se compléter, tantôt s'opposer. Notre cadre conceptuel est bien le lien que l'on veut tisser entre le paradoxe de sécurité et la cindynique en s'appuyant sur les théories classiques que nous avons maintes fois déjà évoquées, efficience des marchés, information et signal, dans leur opposition aussi avec ce qu'il y a de plus humain dans l'investisseur. Nous allons poursuivre ce chapitre par une discussion méthodologique pour justifier les choix, qui font partie intégrante de cette recherche, comme le positivisme aménagé (Miles et Huberman 1991) et l'approche qualitative. Pour ce qui est de l'observation participante, nous le mentionnerons déjà ici, mais nous en continuerons le développement lors du dernier chapitre, avec les apports et les recommandations, ce qui évitera certaines redondances.

3.1 LE CADRE CONCEPTUEL

« La crise est une désorganisation des réseaux d'acteurs dont l'antidote est l'organisation d'urgence de réseaux d'acteurs » Georges-Yves Kervern (2005)

Le champ d'investigation de cette recherche est d'abord la crise financière de 2007-2008 et ses prolongements. Nous allons chercher à comprendre pourquoi cette crise financière a eu lieu et décortiquer les enchevêtrements de situations qui nous ont conduits en plein risque systémique : la juste valeur, les règles prudentielles, les agences de notation, l'innovation, la titrisation. Mais aussi, nous essayerons de comprendre, au delà des faits, quels sont les concepts auxquels nous pouvons nous rattacher, pour entrer plus loin dans l'appréhension de cette crise, pour véritablement se l'approprier. Il faudra passer par cette intériorisation pour arriver à transmettre la mémoire, habituellement si courte, en matière financière (Galbraith 1992).

Certains concepts sont convergents, comme paradoxe et cindynique. D'autres sont divergents comme efficience des marchés et finance comportementale. Et dernière étape, cette appropriation à travers différents axes de lecture nous permettra de partager cette compréhension avec les banquiers. Les directions générales ne peuvent plus fermer les yeux quand les *traders* gagnent et les poursuivre en justice quand ils perdent. Ces attitudes vont se rattacher à des comportements, puisqu'elles sont toujours les mêmes et une longue observation participante viendra étayer ce point de vue. Au-delà des préconisations qui peuvent ressortir, il faudra aussi une réelle volonté politique pour réglementer la finance où la barrière nationale et internationale n'existe plus, et où celle de finance publique et finance privée tend à s'effacer comme l'a démontré le récent exemple grec, image d'une dette publique qui passe sous les fourches caudines des marchés pour finir par un sauvetage européen de dernière minute.

Nous étudierons dans un premier temps les deux concepts qui se rejoignent, puis nous verrons ceux qui s'opposent, pour les réunir dans une vision globale conceptuelle. Le schéma ci-dessous illustre les concepts et le contexte dans lequel ils évoluent, ce qui permet de mieux comprendre leur enchevêtrement tel que nous l'avons imaginé.

**P
A
R
A
D
O
X
E
S**

Efficiencce
IAS/IFRS
Bâle II



Crise financière
Crise du paradigme



Finance comportementale et
efficience
pour les nouvelles réglementations

**C
I
N
D
Y
N
I
Q
U
E**

3.1 Le cadre conceptuel de la problématique

3.1.1 PARADOXE ET CINDYNIQUE

3.1.1.1 DU PARADOXE DE LA TRANQUILLITE A CELUI DE LA SECURITE

Qu'est ce qu'un paradoxe ? On peut répondre par le paradoxe d'Olbers (1823) qui pose la question : pourquoi le ciel est noir la nuit ? Et la réponse, si elle paraît logique, n'en est pas moins fausse. C'est parce que le soleil est couché, alors que la multitude d'étoiles dans le ciel devrait donner encore plus de lumière que le soleil lui-même. Un paradoxe contient donc une contradiction en lui.

3.1.1.1.1 *The Minsky Moment*

Le « paradoxe de la tranquillité » (Minsky 1975) porte bien en lui une contradiction qui va impliquer la réaction d'un esprit critique qui entraîne, à son tour, une réflexion sur le sujet. Le paradoxe est provocateur en quelque sorte. Tout au long de la « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie », Keynes (1936) développe une vision macroéconomique de son analyse et prône la régulation. Il s'oppose en cela aux monétaristes qui vont de Say à Friedmann, et pour qui le marché, dans une sorte de dévotion, a toujours raison.

Minsky, classé dans les post-keynesiens, a eu pour champ de recherche le rôle central de la finance dans les économies modernes et dans les performances de ces dernières. « L'instabilité est déterminée par des mécanismes à l'intérieur du système » et donc il insiste sur le caractère endogène des risques financiers (Fazzari 1999). C'est cette même endogénéité du risque que nous venons de voir par exemple dans la critique de Bâle II avec Danielsson. Minsky nous impose une réflexion sur ce qu'on appelle en anglais *the Minsky Moment*. Quand l'économie est en période de croissance, les agents économiques sont confiants et font des anticipations positives quant à l'avenir. Ils vont donc s'endetter et l'investissement va connaître un phénomène d'accélération qui sera forcément porteur de conséquences à la hausse sur la croissance. C'est là qu'intervient le paradoxe, car on pourrait croire que la croissance ne va jamais s'arrêter et on va alors oublier le danger qui menace: ne pas pouvoir rembourser les dettes, si la

conjoncture économique vient à changer. Un endettement trop élevé allié à une insouciance financière va provoquer une tension qui va obliger les agents économiques à vendre des actifs pour pouvoir honorer leurs engagements. Si les ventes arrivent de manière simultanée et se superposent à la très keynésienne expression des « esprits animaux », le prix des actifs peut s'effondrer de manière spectaculaire. La crise des *subprimes* correspond tout à fait à cette situation. Les ménages américains, bercés par le slogan, « chaque américain propriétaire de son toit », vont se lancer à corps perdus dans les prêts *subprimes*, pour se retrouver pris à la gorge lors de la remontée des taux d'intérêt. Chacun va essayer de revendre son bien provoquant une chute sans précédent de l'immobilier. Shiller (2008) est convaincu que si nous avions eu des marchés de produits dérivés organisés sur l'immobilier, nous aurions pu éviter cette déferlante à la baisse des prix, puisque il aurait été possible de se couvrir, via les contrats à terme, de la baisse des sous-jacents.

3.1.1.1.2 Crédibilité et sécurité

Quand nous disons que la notion de paradoxe est porteuse de contradictions, nous arrivons, après Minsky, au « paradoxe de la crédibilité » (Borio et Lowe 2002), crédibilité des banques centrales. D'ailleurs, Minsky insiste sur le rôle de la « *Big Bank* », prêteur en dernier ressort qui doit assurer la stabilité du système. La crédibilité est une arme à double tranchant (Mésonier 2004). L'antagonisme réside dans le fait que le sérieux de la politique monétaire peut avoir pour conséquence une fragilisation de la structure financière de l'économie. D'ailleurs, nous assistons à ce curieux paradoxe -un de plus- qui veut que l'inflation soit sous contrôle, alors que le prix des actifs a flambé jusqu'en 2008.

La crédibilité des banques centrales trouve son origine même dans la capacité de ces institutions à résister aux poussées inflationnistes (Goodfriend 1993). La lutte contre l'inflation entre dans le cadre global pour améliorer la performance macroéconomique. Comme l'a démontré Goodfriend grâce à une étude historico-empirique la lutte contre la hausse des prix est rude et difficile. Le parcours de la *Federal Reserve* aux Etats-Unis montre que les temps de réactions par rapport aux remontées et aux signes de surchauffe se sont raccourcis depuis la fin des années 70. Avant, la tendance était de

laisser un peu filer et l'inflation et les taux d'intérêt. Le problème des banques centrales, que ce soit celle américaine ou encore plus la Banque Centrale Européenne, c'est d'arriver à atteindre et à maintenir la crédibilité en tant que véritable allégeance anti-inflationniste.

Ce que nous avons appelé le paradoxe de la sécurité va jouer à plein : nous avons un sentiment de confiance très élevé, d'autant plus que nous avons un nouveau référentiel comptable et des règles prudentielles toutes neuves, tous ces outils tournés vers un seul but, l'investisseur éclairé. La transparence, la communication financière sont faites pour rendre le monde intelligible et transparent. De plus cette soif d'information est parfois réputée pour avoir des visées court-termistes (Borio, English et Filardo 2003 ; Goodfriend 2001), et donc est de nature à mettre la stabilité financière en danger. D'ailleurs, Goodfriend souligne la non-connection entre lutte contre l'inflation et les marchés boursiers, par exemple. Les banques centrales deviennent alors victimes de leur succès, car la seule maîtrise de l'inflation est de nature à dissimuler d'autres dangers. Nous l'avons vu récemment avec la crise de la dette grecque. L'euro comme unique outil d'une politique économique, qui ne se résume qu'à la stabilité des prix, ne suffit pas à cacher la forêt dévastée par les déficits publics. D'autre part, la titrisation a accompli de « sinistres prodiges »⁷⁰ et les banques centrales n'ont pas été assez vigilantes de ce côté du front financier (Taylor & O'Connell 1985).

D'ailleurs, Borio fait référence à un autre grand thème de Minsky, « l'hypothèse d'instabilité financière », avec les *hedgers*, les spéculateurs et les escrocs ou adeptes du schéma de Ponzi. Maintenant, la question est de savoir quelle est la relation qui existe entre l'inflation et l'instabilité financière. Les travaux de Schwartz (1995) ou « l'hypothèse de Schwartz » selon l'expression de Bordo et alii (1998) se déclinent en deux temps : si une politique monétaire aboutit à bien contrôler l'inflation, est-ce que cela veut dire pour autant que les périodes d'instabilité financière seront limitées et par là-même les crises bancaires aussi. A contrario, peut-on dire que si les prix sont instables, les relations financières vont se trouver d'autant plus fragilisées ? De

⁷⁰ « *Dire portents* » : sinistres prodiges, tiré de l'article « *The Minsky crisis* » Taylor & O'Connell (1985).

nombreuses études empiriques ont été menées, par exemple par Bordo & alii (1998, 2001, 2003). La réponse n'est pas claire : le fait que l'inflation soit maîtrisée ne garantit pas l'absence de crises financières. Les résultats tendent à prouver une relation un plus forte avant la deuxième guerre mondiale, moins de crise financière en période d'inflation basse. Mais cette corrélation devient faible, surtout entre la période 1945-1975.

Toujours selon Mésonier, « l'hypothèse de Schwartz » peut se décliner en forte ou faible, un peu comme pour l'efficacité des marchés. Dans le cas de la forme forte, l'affirmation qui consiste à dire qu'une non-stabilité des prix serait bénéfique à la stabilité financière semble peu réaliste. Par contre dans la forme faible, on approche d'un cas de figure plus tangible, et même bien en rapport avec notre problématique de crise des *subprimes*, prolongée par une crise bancaire, financière, économique et maintenant de la dette publique. Une politique monétaire responsable et une inflation maîtrisée sont la condition nécessaire à la stabilité financière, mais pas suffisante pour nous protéger de tout choc. D'autre part, l'accumulation des déséquilibres financiers est différente de l'instabilité financière, génératrice de crises bancaires. D'ailleurs, la crédibilité est forte quand les taux d'intérêt à long terme sont bas. La base de l'étude empirique, menée par Goodfriend sur la période de 1979 à 1992, est d'examiner la relation entre inflation et anticipation de celle-ci par rapport aux taux longs, en particulier les Bons du Trésor à 30 ans. Cela veut dire que les anticipations sur la structure à terme des taux d'intérêt, quant à la forme même de la *yield curve*, sont à la baisse, et que le sentiment de confiance est renforcé. En résumé, on peut affirmer que la maîtrise de l'inflation n'est pas la garantie d'une période de calme financier. Et là aussi, à l'instar de ce responsable de la Commission Bancaire qui commentait les débuts de la crise des *subprimes*, on peut dire que les *subprimes* ont constitué des *stress tests* in vivo.

Dans un autre article, Borio et alii en 2003 essayent de comprendre les défis auxquels sont confrontées les autorités monétaires et en premier lieu les banques centrales, cibles du paradoxe. L'environnement général des sociétés et des banques a profondément changé avec la globalisation, la dérégulation des marchés et les progrès technologiques désormais de plus en plus rapides. Il y a alors deux façons de voir

l'action réglementaire : soit on considère que la lutte contre l'inflation est la priorité encore et toujours, et les chocs rencontrés ne sont que des secousses, qui finalement ne seront pas destinées à se reproduire ; ou les autorités intègrent complètement cette nouvelle donne et vont au-delà de la simple lutte anti-inflation. Car celle-ci peut être comme l'arbre qui cache la forêt de déséquilibres très profonds. La crise de 2007-2008 n'est alors peut-être que la traduction des pressions sous-jacentes qui n'ont fait l'objet d'aucune prévention, ou du moins d'une prévention nettement insuffisante, puisqu'elle a manqué son cœur de cible. Comme il n'y a pas de politique préventive, si on continue le raisonnement, le fait que les pressions soient moins visibles qu'une simple donnée statistique de l'inflation, les banques centrales seront d'autant plus longues à prendre les bonnes mesures pour enrayer les déraillements. Un environnement mouvant ne facilite pas la tâche des autorités, mais demande un ajustement et non une révolution dans les objectifs. Les auteurs recommandent vivement, par exemple, d'intégrer des horizons temps plus longs et surtout de porter une plus grande attention à l'équilibre des risques, en faisant attention aux signes de déséquilibres. C'est dans cet esprit qu'a d'ailleurs été renforcé le dispositif de Bâle I, devenu Bâle II. La politique monétaire doit être relayée par les règles prudentielles, mais avec l'insuccès que l'on sait aujourd'hui.

L'économie s'est donc trouvée en situation paradoxale de tranquillité et les banques centrales en situation paradoxale de crédibilité. Aussi, les banques, la finance, les régulateurs, l'économie ont vécu dans ce que nous avons appelé le paradoxe de la sécurité. Tous les acteurs de la crise financière, malgré un certain nombre de signaux, comme celui d'une montée constante des actifs, ont cru qu'un environnement comptable et prudentiel, entre autres, nous permettrait de mieux appréhender le risque, les risques. Cette croyance est ourlée par la transparence de l'information financière grâce à la juste valeur et par des règles prudentielles porteuses d'un nouveau ratio sensé nous mettre à l'abri. Il est donc temps d'aborder la cindynique financière, compartiment des cindyniques, peu exploitée encore à ce jour, mais qui nous permettra de nous rattacher à tout un corpus pour mieux comprendre la crise et le risque zéro, ou sa fin annoncée (Lagadec 2002).

3.1.1.2 LA NOTION DE CINDYNIQUES

Les cindyniques, du grec kindunos, danger, sont les sciences qui étudient les risques, on les appelle aussi les sciences du danger. Elles s'intéressent aux risques majeurs, au départ dans le monde industriel avec souvent des applications informatiques. La notion de cindyniques, au pluriel, lancée en 1987 lors d'un colloque inter-industries se revendique de la transversalité, du fait de la complexité des situations périlleuses. En 1981, Patrick Lagadec écrit deux ouvrages qui vont être le point de départ de la réflexion : « Le risque technologique majeur » et « La civilisation du risque ». Le colloque fondateur des cindyniques se tient en 1987 à Paris et réunit plus de mille cinq cents spécialistes. La conceptualisation est issue des écrits de Le Moigne et Morin (1990, 1991, 1999), eux-mêmes tirés des œuvres de Simon (1969, réédité en 1996) sur « Les sciences des systèmes et sciences de l'artificiel », qui soulignent à quel point les systèmes dans lequel nous vivons deviennent de plus en plus complexes. L'artificiel s'oppose alors à la notion de naturel. Simon définit un système complexe comme étant un système composé de nombreuses parties, qui ont de maintes interactions entre elles. La crise peut donc se définir elle-même comme un système complexe.

C'est en 1991 qu'est créé l'Institut Européen des cindyniques et en 1995 que Kervern écrit « Les éléments fondamentaux des cindyniques ». De nombreux colloques ont lieu dans un pur esprit transversal : les systèmes d'alerte et de crise sont étudiés par rapport au problème de l'eau, les risques routiers...(Bournois et Bourion 2009). Deux colloques vont relier les cindyniques à la finance, l'un en 2002 sur le « Risque de crédit » au Canada et un second en 2007 sur le « Risque de défaut et de détresse financière » à Rennes.

Le regard sur le danger fait appel à cinq dimensions, que l'on retrouve bien sûr dans les éléments fondamentaux des cindyniques et tout au long des écrits en la matière (Kervern 1995, 2005). Il nous est apparu que la crise financière pouvait être de nature cindynique. C'est ce que nous allons démontrer ici en passant par les trois

dimensions⁷¹ des cindyniques, telles qu'elles sont présentées par Kervern, et les transposer à notre problématique de crise sur fond de juste valeur et de règles prudentielles en se mettant aussi en perspective du risque zéro.

3.1.1.2.1 La phénoménologie et la cindynique

La première dimension est celle de la phénoménologie. Penser le danger comme un phénomène suppose qu'une partie de la réalité qui est complexe nous échappe. Kervern illustre le propos avec trois symboles. Le premier est celui du Titanic : « le Titanic est insubmersible, il fait naufrage. » Cette image peut coller au nouveau référentiel comptable et aux règles prudentielles avec une acuité désolante. Le monde se dote des moyens comptables et réglementaires pour augmenter la transparence de l'information financière et la sécurité du système bancaire, pourtant nous avons failli sombrer.

Le deuxième symbole est encore plus dans le domaine du paradoxe : le symbole du supplice ou du sacrifice. « Eloignez de moi ce calice ! » L'attitude face au danger fait qu'on est d'abord dans un état de refoulement de ce danger, c'est la politique de l'autruche. Nous n'avons pas voulu voir le danger arriver. Le prix des actifs monte sans cesse, mais rien ne nous alerte et nous ne voulons rien voir. On peut aussi penser au coup de mer : on est face à l'océan, on sent la mer gronder, mais rien ne peut dire l'ampleur de la vague qui va sortir de son espace. La crise financière est une sortie de l'espace finance, pour toucher l'économie entière des pays. Le troisième symbole utilisé est celui du policier qui affirme : « circulez il n'y a rien à voir ! » Ou encore c'est le nuage de Tchernobyl qui s'arrête aux frontières de la France. Le danger ne nous atteindra pas. Ce genre de discours devient caduc, quand la crise est mondiale.

Ce danger et les risques qui l'accompagnent sont abordés de manière différente selon l'angle où l'on se place au moment de la crise. C'est la relation extérieur/intérieur. Les financiers, les banques et leurs représentants vont essayer de nous faire croire que le

⁷¹ Lors du Colloque de Cerisy, Kervern fait état de cinq dimensions, mais il nous est apparu que seules les trois premières avaient atteint une forme de réflexion achevée. En 1995, il y avait trois dimensions, l'épistémologie, la phénoménologie et l'éthique. L'ontologie était incluse dans l'épistémologie. Nous avons essayé de regrouper les concepts, sans les trahir.

danger une fois qu'il est verbalisé, est en partie résolu. En octobre 2008, l'annonce par les politiques d'un certain nombre de mesures, dont l'amendement de l'IAS 39, est apparu comme une volonté de dire : le danger est là, les risques sont immenses, mais nous prenons les dispositions nécessaires et tout sera bientôt fini. Dans le cas de l'amendement de la juste valeur, il a été démontré à plusieurs reprises que l'abandon partiel de la juste valeur n'a pas rassuré sur le fond et a simplement constitué un habillage des comptes (Escaffre & alii 2008). De même dans l'affaire Kerviel, la Société Générale annonce une perte de 5 milliards sur opération de *trading*, mais le coupable est désigné très vite et poursuivi en justice immédiatement.

Une autre dimension abordée par G-Y. Kervern est celle de la relation de la nature à la culture. Est-ce que tout danger est naturel, puisque nous parlons de catastrophes naturelles. Ou encore s'il y a des catastrophes naturelles, d'autres ne seraient pas naturelles ? La qualification du danger et du risque est importante. La finance, la titrisation sont-elles naturellement risquées ? A contrario, ce ne sont peut-être que des dérives de notre culture. Pire, la nature se vengerait de nous, parce que nous avons dévié le système. Kervern fait allusion à la polémique entre Voltaire⁷² et Rousseau⁷³ sur le désastre du tremblement de terre de Lisbonne. Ce désastre fait le désespoir déchirant du premier qui culpabilise devant tant de souffrances et confirme le second dans la notion de Providence. Sans s'attarder sur cet aspect des choses, la crise financière de 2007-2009 n'est pas restée que sur le plan économique et financier. Les conséquences humaines et sociales ont été et sont encore lourdes, et certains y voient une sorte de punition par rapport à un abus de la manne céleste, qui serait déguisé en spéculation. Nous n'avons pas entendu beaucoup de voix s'élever pour dénoncer un sentiment de culpabilité quelconque !

Pour continuer dans notre exploration du concept de cindynique, il est temps de passer à son ontologie, à savoir d'où vient le danger, qu'elle en est la cible et quelle en est la nature.

⁷² Voltaire (1756), *Poème sur le désastre de Lisbonne*.

⁷³ Rousseau (1756), *Lettre sur la Providence*.

3.1.1.2.2 L'ontologie cindynique

Une des premières questions qui s'est posée par rapport à la crise financière était : d'où est venu le danger ? Les réponses ont fusé avec par ordre : la juste valeur, les règles prudentielles, la titrisation... « La propension du danger à se matérialiser est une fonction de la situation cindynique ». Et comme le souligne Kervern, face au danger, les processus d'accusation, de disculpation se mettent en place rapidement. Les G20 ont été dans la droite ligne d'une posture disculpation-accusation : *hedge funds*, agences de notation, paradis fiscaux, bonus des *traders*...

Pour aller plus loin dans l'ontologie, il faut donc définir une cible, qui se présente comme une forme collective avec trois aspects : valeurs, normes et finalités. La cible en l'occurrence est le système financier mondial, les banques qui se trouvent dans l'espace du capitalisme. N'a-t-on pas vu les grands responsables financiers se poser la question d'une mutation du capitalisme ? Voilà le monde des affaires, capitaliste, régi par les mêmes normes et avec pour but de faire du profit, en grand danger. D'ailleurs, si le capitalisme n'est pas mort à l'automne 2008, les observateurs s'accordent à dire, que la théorie qui veut que le marché a toujours raison a été engloutie avec la faillite de Lehman Brother. C'est le retour de Keynes et de Minsky, comme nous l'avons déjà mentionné.

Enfin, le danger que nous avons vécu est d'ordre systémique. Le système financier a été menacé, dans sa cohérence absolue, de disparaître pour en plus faire place, non pas au vide, mais à l'inconnu, ce qui est encore pire en matière de danger. Si nous n'avons pas été capables de l'éviter, victimes d'une illusion et d'un refoulement cindynique, nous pouvons néanmoins le décrire et le comprendre, pour en tirer d'éventuelles leçons pour l'avenir.

3.1.1.2.3 L'épistémologie cindynique

Continuons d'étudier le concept de cindynique à travers les écrits de Kervern, mais sous l'angle précis de notre problématique de crise financière dans un contexte de régulation comptable et prudentielle, supposée nous mettre à l'abri des dangers.

Kervern évoque l'ambiguïté, les déficits et les dissonances. La notion d'ambiguïté est le point où la science n'arrive pas à entrer dans le domaine de la certitude. Et cette incapacité ouvre la porte au principe de précaution. Quand on ne peut démontrer un fait scientifique du fait de l'état d'avancement de la science, mais qu'on pressent l'éventualité d'un danger, on fait donc appel au principe de précaution. Le sous-jacent de cette attitude est aussi la quête du risque zéro. Dans un article paru en 1996, Claude Allègre évoque la tentation d'un « risque zéro collectif », du fait de la peur des citoyens d'une part et de la volonté des politiques d'autre part d'aplanir totalement tout danger. C'est un peu cet esprit-là qui sous-tend les deux axes des réglementations internationales qui nous préoccupent.

Le déficit s'entend comme une lacune par rapport à un *benchmark* qui serait un idéal. Quant aux dissonances, ce sont les divergences qui vont apparaître entre les différents réseaux d'acteurs, voire à l'intérieur des réseaux. La juste valeur et son amendement vont être source de dissonances non seulement au sein de la communauté comptable et financière, mais aussi au sein des chercheurs. Ces dissonances en comptabilité proviennent du regard que l'on porte sur la fonction de la comptabilité et sur sa valeur informationnelle. Et si l'on se trompe sur le rôle de la comptabilité, on va forcément courir un danger, dû à une mauvaise information et à des risques mal maîtrisés.

Le regard sur le danger, tel qu'il est expliqué par l'Institut Européen de la Cindynique, fait appel à cinq dimensions (Kervern 1995). En lisant ces cinq dimensions qui vont être exposées rapidement ici, il est apparu qu'on pouvait parler de cindynique aussi en matière financière. C'est ce que nous allons démontrer ici.

La première dimension est celle des faits de mémoire ou mnésique, de l'histoire et des statistiques : ce sont en fait les banques de données et en matière financière, on ne

manque pas de statistiques. Par exemple, les rendements et les extrapolations selon la catégorie d'investissement, sur de longues durées font l'objet de publications régulières et servent de base à l'analyse technique. C'est la mémoire brute du réseau, en l'occurrence du réseau finance.

La deuxième dimension est celle des représentations et des modèles élaborés à partir des faits : la connaissance que nous avons, nous permet d'analyser, comprendre, expliquer. Cela vaut pour toutes les disciplines. Cette dimension est qualifiée d'espace épistémique.

La troisième dimension est la dimension des objectifs : c'est toute la problématique de la stratégie financière des banques et des entreprises. Au titre du pilier 2 des accords de Bâle, par exemple, les banques doivent avoir une stratégie. Cela fait partie de la maîtrise des risques, puisque le superviseur national peut pallier les carences de la direction générale, si celle-ci n'est pas à la hauteur et risque d'entraîner une mise en danger du système bancaire national⁷⁴. On parle ici d'espace téléologique.

La dimension des normes, lois règles, obligatoires ou libres...est à mettre en rapport avec les nouvelles normes comptables et les accords de Bâle II, avec l'aspect contraignant des IAS, de la traduction du ratio Mac Donough en règlement européen, avec des degrés de contrainte divers et variés. Mais, c'est aussi le respect des règles pour créer un espace déontologique.

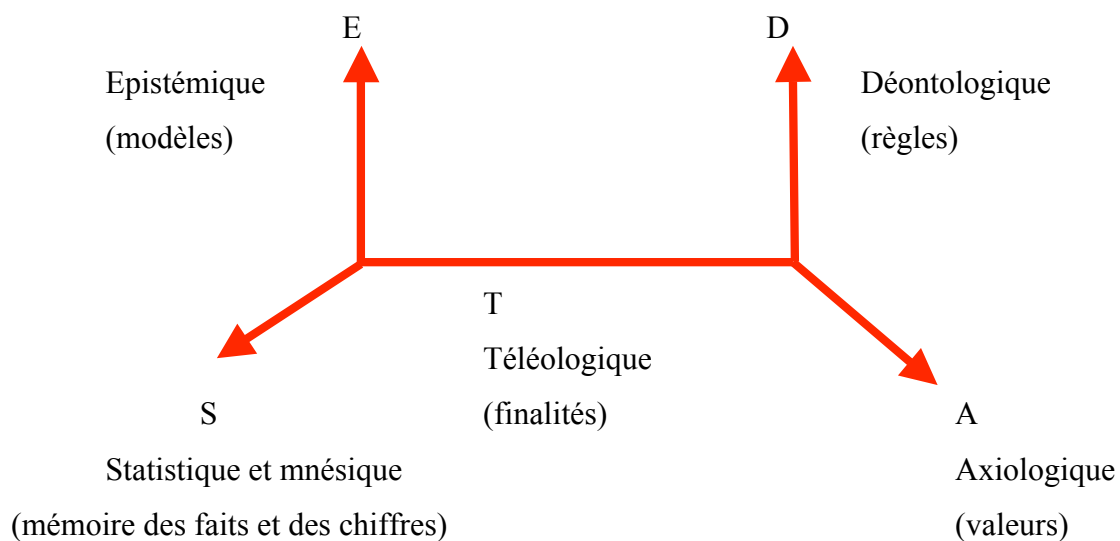
Enfin, la dernière dimension est celle des systèmes de valeur. Le système bancaire mondial a été, et est peut-être encore en danger, la volatilité accrue augmente les risques et les faillites bancaires peuvent mettre en péril une économie par exemple avec des conséquences financières certes, mais aussi sociales et humaines. Cette dimension prend le nom d'espace axiologique.

Si on rassemble ces cinq dimensions, on arrive à créer un « hyperspace » du danger financier, que les nouvelles règles, IAS/IFRS ou Bâle II, sont supposées codifier pour éviter qu'on ne sombre dans l'anarchie bancaire. L'alliance de la méconnaissance des

⁷⁴ Pilier II : La procédure de surveillance et le superviseur national.

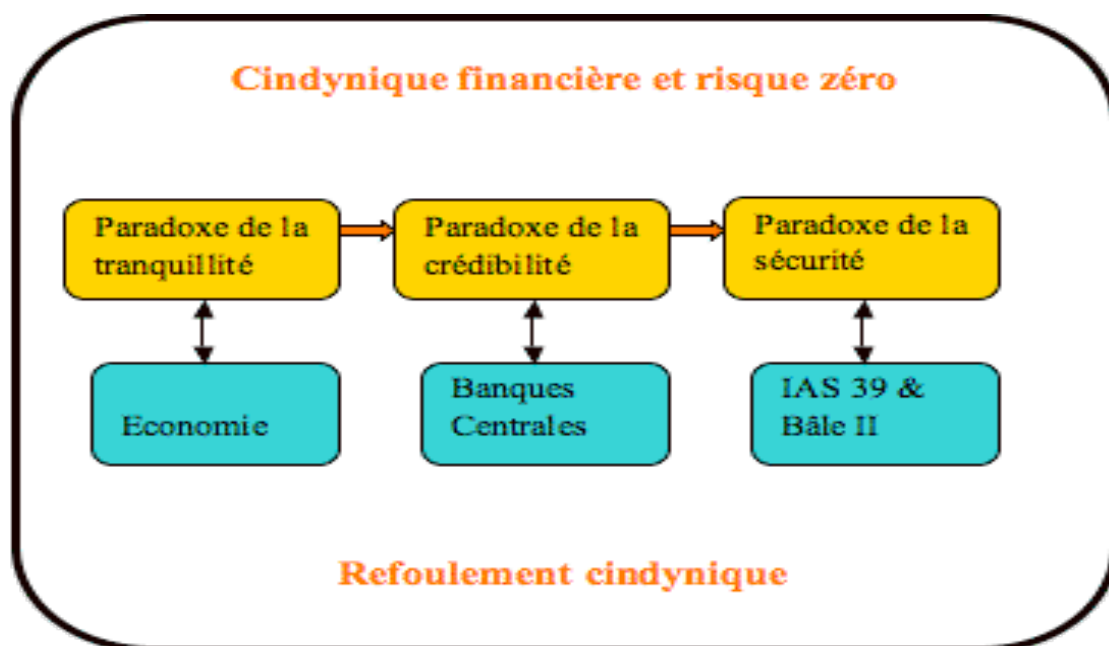
produits structurés avec des règles de gouvernance floues en la matière va avoir des conséquences d'ordre systémique. L'absence de modèles mathématiques paramétrés, mais développés par chaque grand groupe bancaire et validés à posteriori par le superviseur national a donné aussi l'illusion d'un cloisonnement des risques. Mais cloisonner n'est pas diversifier.

3.2 L'hyperespace du danger représenté ainsi par Kervern en 1995.



Pour conclure, sur cette première série de concepts qui font bon ménage, on peut dire que la notion de paradoxe a évolué, de la tranquillité à la crédibilité et pour finir en paradoxe de la sécurité, avec des acteurs et des sous-jacents différents comme illustrés dans le schéma repris ci-dessous. Cette évolution s'est faite aussi sur fond de risque et de danger, voire de refoulement cindynique, puisque nous n'avons pas toujours voulu voir le danger. Mais c'était peut-être aussi parce que nous avons grandi mentalement sur fond d'efficience des marchés, qui a été érigée en effi-science et qui nous a bercée depuis si longtemps.

3.3 Paradoxes, cindynique et les acteurs



Ainsi, nous allons maintenant passer à des concepts et des théories qui sont universellement reconnus comme la base de la finance moderne. La finance, les marchés, les instruments financiers, de dérivés à structurés, se sont développés de manière exponentielle et ce en quelques années, aidés par la globalisation et la libéralisation des échanges. Pourtant l'origine de l'efficacité des marchés remonte au début du XX^{ème} siècle avec Bachelier (1900) et sa thèse de doctorat en mathématiques, « Théorie de la spéculation ». L'hypothèse de l'efficacité des marchés s'est ancrée dans nos esprits et a prospéré avec l'immense essor des techniques de gestion de portefeuille et des salles de marché. Elle s'est même intégrée dans le paysage boursier jusqu'au moment où les premiers craquements se sont faits sentir avec le krach de 1987 qui est venu remettre en question une partie de l'efficacité. Vingt ans plus tard, on est presque dans le rejet de l'hypothèse, y compris par ses plus ardents défenseurs. Nous avons oublié la dimension humaine et c'est que nous rappelle la finance comportementale avec Kahneman et Tversky en 1979, entre autres. Efficacité contre *behaviourism*, ces deux concepts sont-ils si antinomiques ou peut-on les réconcilier comme le fait Orléan en 2004 avec la notion de finance

autoréférentielle ou conventionnaliste ? C'est ce que nous allons voir en étudiant les grandes étapes de l'efficience et en quoi elle est intervenue dans le processus de crise de 2007-2009. Puis nous verrons, les apports de la finance comportementale et des « esprits animaux ». Nous essaierons de comprendre si les crises sont de véritables accidents de parcours ou des ruptures façon risque zéro, ou si maintenant, il faut désormais intégrer la notion de crise à notre paysage financier et économique.

3.1.2 EFFICIENCE DES MARCHES ET FINANCE COMPORTEMENTALE

« Aucune autre proposition en économie n'a de plus solides fondements empiriques que l'hypothèse d'efficience des marchés » Jensen (1978)⁷⁵.

Les règles comptables et prudentielles sont nées dans un contexte et sont issues du concept d'efficience des marchés, fondement de notre finance moderne. Théorie et pratique ne se sont jamais autant entremêlées pour favoriser ou accompagner le développement des marchés financiers tels que nous les connaissons aujourd'hui. Le bon fonctionnement des marchés suppose la transparence de l'information et requiert une bonne évaluation des risques (Walter 1996). C'est ce dont se revendiquent aussi l'esprit des normes IAS et IFRS et les accords de Bâle II. L'investisseur doit pouvoir avoir accès à la meilleure information possible pour prendre sa décision d'investissement. La juste valeur a un contenu informationnel à destination de l'investisseur et les banques doivent avoir assez de fonds propres pour couvrir les risques : pour ce faire elles doivent pouvoir les évaluer correctement. Grâce à une information au plus près de la réalité des marchés, l'investisseur va donc procéder à une bonne allocation de ressources. L'efficience informationnelle est associée historiquement à un paradigme statistique probabiliste, issu de la théorie des probabilités avec une distribution gaussienne. Les anomalies vont à un moment donné provoquer une sortie du cadre probabiliste.

⁷⁵ In Orléan(2004), *Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*, Complément CAE, La Documentation française.

3.1.2.1 RETOUR HISTORIQUE SUR L'EFFICIENCE DES MARCHES

Dans un long article, Walter opère un retour aux sources de l'efficience informationnelle, soulignant l'extraordinaire modernité de Bachelier. Bachelier dans sa thèse, qui ne soulèvera pas l'enthousiasme lors de la soutenance, et dont la carrière même sera celle plutôt d'un artiste méconnu, pose une série de principes qui vont survivre bien au delà de son auteur. Bachelier, tel le décrit Walter (1996)⁷⁶ va être le père de la « marche au hasard ». En 1900, l'auteur distingue déjà des causes naturelles et des causes artificielles quant aux variations dans les marchés. Cette double causalité implique une double approche, clivage que nous vivons encore aujourd'hui. D'un côté, les fondamentalistes, qui prônent une vraie valeur boursière, s'opposent aux partisans de l'analyse technique, qui construisent des séries historiques des cours passés, sous forme de *charts*, de moyennes mobiles ou autres chandeliers japonais.

La théorie va se développer sur fond de loi des grands nombres de Gauss et Bachelier nous fait passer de la prévisibilité à la probabilité, qui peut à son tour prendre une forme mathématique ou, au contraire, être impossible à prévoir de manière mathématique. L'émergence de la notion de « cours vrais » va permettre alors d'affirmer que le marché ne croit ni à la hausse, ni à la baisse. « Soit en considérant la valeur des cours vrais, l'espérance mathématique du spéculateur est nulle », p34 de la thèse de Bachelier⁷⁷. Cela revient à nier la prévision, parce qu'elle est impossible à anticiper, voire inutile. La question suivante vient naturellement : existe-t-il une mémoire des marchés, qui puisse être exploitée à des fins stratégiques ? On retrouve les fondamentalistes contre les techniciens. Mais aussi, cette question rappelle la mémoire financière courte telle qu'elle est décrite par Galbraith (1992), dans « *la brève histoire de l'euphorie financière* ». Autrement dit, si toute l'information relative à une société ou à une économie est bien contenue dans les cours de l'entreprise en question, dans un pays donné, cela implique alors que tous les mouvements sont initiés par des informations nouvelles, imprévisibles et de fait aléatoires. Il apparaît alors que l'information est une donnée clé pour l'efficience, d'où le nom d'efficience

⁷⁶ Walter C. (1996), *Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers*, annales HSS, juillet-août 1996, n°4.

⁷⁷ Cité par Walter p 877 de l'article sus-mentionné.

informationnelle. Nous verrons plus loin, avec Fama, les divers degrés de l'hypothèse liés à l'information aussi.

La marche au hasard va faire l'objet de tests statistiques qui vont confirmer le hasard d'une part et que ce hasard se présente sous une forme de distribution de type gaussien. En 1959, Osborne complète le modèle de Bachelier grâce à la mécanique statistique, qui assimile la variation des prix en bourse à un mouvement brownien. Les fluctuations des cours s'opèrent sans rupture brutale, ni corrélations longues : le krach n'existe pas et les mouvements persistants à la hausse et à la baisse non plus. Les événements, en commençant par le krach de 1987 pour arriver à la crise actuelle, vont infirmer le caractère lisse des variations boursières. Le lissage, entendu sans grands mouvements violents, est à chercher, dans la nature même de la distribution gaussienne. En effet, dans la distribution ne sont prévus que des événements moyens. Cette vision plate des marchés est une contrainte intellectuelle qui ne correspond plus à la réalité d'aujourd'hui même si le modèle, rebaptisé Bachelier-Osborne, a tenu pendant des décennies.

Dans les années 50, la théorie dominante qui prévaut revient à dire que la meilleure prévision du cours futur est constituée par le cours présent et que sur une période donnée, on ne peut pas faire mieux que le marché. La ligne de fracture dans les controverses qui ont entouré cette affirmation n'est pas passée par l'opposition fondamentalistes et partisans de l'analyse technique, mais plutôt entre professionnels et universitaires. En effet les professionnels, quelque soit leur obédience, sont convaincus qu'ils peuvent battre le marché. Fama va en quelque sorte apaiser les esprits en introduisant la notion de « mémoire courte » des marchés, sans pour autant remettre en cause la *random walk*.

3.1.2.2 L'EVOLUTION DE L'EFFICIENCE

Si la notion d'information est implicitement contenue dans les développements théoriques de Bachelier-Osborne, c'est Fama qui va donner sa dimension informationnelle pleine et entière à l'efficience. La bonne transmission de

l'information et la qualité de celle-ci vont être associées au concept de « marché parfait ».

En 1965, Fama écrit: « sur un marché efficient, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs avisés crée une situation dans laquelle, à chaque instant, les prix des différentes valeurs reflètent les effets de l'information basée, d'une part, sur les événements que le marché s'attend à voir se produire dans le futur. En d'autres termes, le prix pratiqué est, à tout moment une bonne estimation de la valeur intrinsèque du titre. » Dans un premier temps, l'efficience touche tous les marchés financiers et tous les types d'actifs financiers. Puis, l'information doit être diffusée de manière instantanée et simultanée à l'ensemble des agents économiques concernés. Enfin, comme toute information est instantanée, aucun investisseur ne pourra tirer profit de cette information pour faire un profit. De plus, aucun investisseur, ni aucun analyste ne peut prévoir, de façon certaine, l'évolution des cours d'un actif financier. La meilleure prévision d'un prix futur demeure le dernier cours connu. D'où une nouvelle définition de l'efficience : sur un marché financier efficient, le prix des actifs suit un cheminement aléatoire ou une marche au hasard. Nous sommes sur les fondements de la Théorie financière moderne, qui ont durement été éprouvés dès 1987, comme nous l'avons déjà dit, et qui le sont encore plus aujourd'hui.

Un marché est dit efficient, si ses intervenants ont tous des anticipations rationnelles et s'approprient toute nouvelle information reçue, ce qui a pour conséquence une meilleure allocation de ressources possibles et une formation des prix à l'équilibre. Les conditions nécessaires à l'efficience des marchés sont les suivantes :

- La rationalité des investisseurs : les agents économiques doivent donc agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent. Et d'autre part, il doit y avoir adéquation entre le risque et le gain espéré. Nous verrons plus loin qu'il existe des agents irrationnels, qui obéissent à d'autres règles, moins codifiées, mais très profondes!
- La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs : la diffusion simultanée de l'information auprès de tous les investisseurs. Les progrès en matière de techniques de communication depuis une vingtaine d'années font que c'est la condition la plus remplie de toutes. Standard & Poor's l'avait compris, puisque dès

1946, l'agence de rating s'est lancée dans le système à carte électronique perforée de IBM, pour stocker et agréger des données.

- La gratuité de l'information.
- L'absence de coûts de transaction et d'impôt de bourse. Ce n'est pas très réaliste !
- L'atomicité des investisseurs et la liquidité.

On en arrive à une définition plus achevée. Un marché est efficient, si « les prix reflètent les informations au point où l'avantage marginal d'agir grâce à ces informations (le bénéfice à réaliser) n'excède pas les coûts marginaux »⁷⁸

Les trois formes de l'efficacité sont les suivantes :

1- La forme, ou hypothèse, faible (*weak hypothesis*) de la théorie de l'efficacité des marchés prétend qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations passées, information du premier type, concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif, ni de faire un gain supérieur au marché. Cette forme est démontrable au regard de l'évolution des prix et du contexte économique. On revoit apparaître le conflit entre les analystes techniques et les fondamentalistes

2- La forme ou hypothèse semi-forte (*semi strong hypothesis*) de la théorie de l'efficacité prétend qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations concernant un actif financier au moment même où ces informations sont rendues publiques (informations du second type) pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif. Cette hypothèse n'est pas toujours démontrable et est celle qui fait le plus de débat et aboutit à l'exclusion de l'analyse financière classique.

3- La forme forte (*strong hypothesis*) de la théorie de l'efficacité prétend qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations non publiques concernant un actif financier (informations du troisième type) pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif. Cela veut dire aussi que tout est publié et que la notion de délit d'initiés n'existe pas.

⁷⁸ A market is efficient if « prices reflect information to the point where the marginal benefit of acting on information (the profit to be made) does not exceed the marginal costs. » Fama, ["Random Walks in Stock Market Prices"](#). *Financial Analysts Journal* 51, September–October 1965.

Non seulement c'est la forme la plus délicate à prouver, mais l'actualité économico-financière est parsemée d'événements où la moindre indiscretion, par exemple les rumeurs d'un changement de note d'une grande entreprise, peut devenir une information avec une certaine valeur ajoutée.

Si nous poursuivons dans l'analyse de l'efficience, les deux rôles traditionnels attribués aux marchés sont celui du financement des entreprises, via le marché primaire, où s'opèrent les levées de fonds, un rôle de réallocation des ressources au sein de l'économie, par le marché secondaire et le rapprochement d'entreprises. Sur un marché idéal, dit efficient, le prix des actifs cotés offre une information précise aux apporteurs de capitaux et permettent une allocation optimale de ressources financières à un coût le plus faible possible (Broihanne, Merli et Roger 2004). A contrario en 2007-2008, compte tenu du contexte de crise, nous étions dans un marché totalement inefficace : l'information a perdu sa précision, les prix étaient fous, nous étions en rupture, y compris avec les paradigmes historiques.

Au sens large, l'efficience des marchés définit la capacité d'un organe à remplir sa fonction. On peut qualifier l'efficience de trois manières différentes. Elle est allocationnelle, puisque il s'agit de l'allocation optimale des ressources. Les fonds s'orientent vers les emplois les plus productifs et contribuent ainsi au développement économique. Elle est opérationnelle, à travers la confrontation optimale des offreurs et demandeurs de capitaux. Les intermédiaires prélèvent une rémunération « juste ». Et bien sûr, elle est informationnelle : la cotation des titres sur le marché financier reflète toute l'information disponible. Et c'est cette dernière qui est la plus importante. « Un marché financier est dit efficient si les cours cotés reflètent pleinement et à chaque instant toute l'information disponible » (Fama 1970). Quand un marché est informationnellement efficient, les prix cotés sont des indicateurs pertinents tant pour les investisseurs qui orientent leur épargne que pour les entreprises pour choisir leur investissement et leurs sources de financement. La valeur d'une information dépend notamment de sa dispersion parmi les intervenants au marché. Les décisions concernant le choix des informations à acquérir sont donc directement fonction du degré d'efficience que les investisseurs accordent au marché financier. (Broquet et alii 2004).

Si l'hypothèse de l'efficience des marchés a donc fait les beaux jours des financiers, encore une fois, elle n'intègre pas la notion de panique. C'est pour cela que face à l'échec de l'hypothèse et le krach de 1987, le Comité de Bâle dès 1988 a posé un ratio de solvabilité pour endiguer les risques que le monde bancaire devait affronter. Une des premières leçons à tirer est que, s'il existe une efficience, elle n'est pas distribuée de manière gaussienne. Si l'on revient en arrière, nous avons écrit : il y a bien marche au hasard et ce hasard est justement gaussien. Aujourd'hui, nous vivons donc une crise du paradigme et même nous pouvons dire que l'hypothèse d'efficience a été falsifiée, au sens le plus poppérien du terme.

Si l'efficience n'est pas suffisante, il faut tenir compte des phénomènes de mémoires des mouvements et introduire la notion de comportements dans les marchés. C'est ce qu'on appelle la finance comportementale : comment passer d'anticipations rationnelles avec des fluctuations d'origine exogène à des fluctuations endogènes, sur fond de mimétismes. Il va falloir aussi admettre aussi que les crises ne sont pas des accidents que l'on aurait pu éviter, mais bien comme faisant partie intégrante de la vie de marchés, sophistiqués et globalisés.

Le lien entre efficience et finance comportementale autour de la rationalité est illustré par un article d'Orléan en 2004. Tout dépend de la conception même de rationalité financière. L'efficience est dominée par la rationalité fondamentaliste, qui permet d'évaluer les valeurs fondamentales, elles-mêmes basées sur des fondamentaux économiques. Une autre approche est faite par la *Noise Trader Approach*, qui intègre l'investisseur ignorant dont les anticipations sont irrationnelles. Les analystes techniques ou les moutons, autrement dit suiveurs, constituent un groupe dont l'attitude ignorante, mais suivie par un grand nombre finit par avoir un impact sur le marché et ses fluctuations. Dans ce cas, l'investisseur rationnel est un stratège, puisqu'il a intégré la présence d'ignorants dans le paysage, mais il ne croit pas à l'efficience. Enfin, pour l'approche conventionnaliste, telle qu'elle est présentée par Orléan, le prix est la résultante des croyances de tous les participants, quand tous les participants agissent de la même manière. Pour ce qui est de la rationalité autoréférentielle, on ne parle plus de « convergence objective des évaluations

personnelles, mais...d'une convergence mimétique des croyances de chacun quant au prix. »⁷⁹ Nous reviendrons à travers l'observation participante sur certaines de ces conclusions.

Nous allons passer à la finance comportementale, entre autres à l'étude de l'excès de confiance et du mimétisme pour mieux entrer dans la compréhension de la crise financière 2007-2009, pour nous aider à comprendre pourquoi nous avons été tant exposés au danger. Nous verrons aussi le retour des *animal spirits* (Akerlof & Shiller 2008) et le facteur peur de Read (2009).

3.1.2.3 COMPORTEMENTS ET FINANCE

3.1.2.3.1 Au début il y avait Kahneman et Tversky

C'est en 1979 que Kahneman et Tversky écrivent la Théorie des perspectives⁸⁰, *Prospect Theory*, une nouvelle approche de la décision en univers incertain. Elle se fonde sur une sorte de construction mentale par l'Homme de son environnement, qui tient compte de sa perception, de ses émotions, de ses motivations propres. Il s'agit de tisser un pont entre économie et psychologie cognitive. Chaque individu est influencé par des schémas mentaux, des raccourcis heuristiques, des émotions qui lui sont propres. On accorde alors plus d'importance au changement de richesse qu'au niveau absolu de celle-ci.

Les auteurs cités partent des modèles classiques de rationalité du choix, illustrés par la théorie de la valeur attendue (*Expected Value Theory*) et la théorie de l'utilité attendue (*Expected Utility Theory*) de Von Neumann et Morgenstern (1944). La théorie des perspectives s'oppose à ces deux théories, et nous allons voir en quoi.

La théorie de la valeur attendue part d'un principe simple : avant de prendre sa décision, l'individu passe en revue les différentes alternatives qui lui sont soumises, en

⁷⁹ Orléan A. (2004), *Efficiency, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, sur les crises financières, p241 à 268.

⁸⁰ Titre exact : *A Prospect Theory : an analysis of decision under risk*.

évalue l'issue potentielle par rapport à leur probabilité d'occurrence et choisit la meilleure d'entre elles. En milieu incertain, il est impossible de prendre une décision heureuse à chaque coup. Donc le choix s'apparente à un jeu de hasard et l'investisseur doit alors faire le meilleur pari. La valeur attendue de deux choix se calcule en multipliant la probabilité estimée par la valeur à gagner. Dans la vie de tous les jours la règle de la valeur attendue n'est pas valide, en pensant par exemple, au nombre incalculable de gens qui jouent au loto alors que la valeur attendue de ce jeu est de loin inférieure à la valeur attendue de ne pas y jouer.

La théorie de l'utilité attendue de Von Neumann et Morgenstern (1944) tient en six principes axiomatiques. Le premier principe est celui de l'ordonnance des alternatives: le preneur de décision doit être capable de comparer deux résultats d'une alternative et d'en préférer une ou de rejeter le tout. Le second est celui de la dominance, en adoptant une stratégie dominante. Le troisième est celui de l'annulation. Le suivant est celui de la transitivité : si on préfère A à B et B à C, alors il faut préférer A à C. Puis, nous avons le principe de la continuité et enfin celui de l'invariance. L'invariance implique que différentes présentations d'un même problème doivent conduire au même résultat.

La théorie alternative de Kahneman et Tversky se fonde sur les jeux et les loteries. Elle décrit le fonctionnement de la prise de décision en deux phases, la préparation, l'évaluation. Pendant la préparation, l'individu trie, organise, simplifie les options, pour faciliter l'évaluation. La deuxième phase est l'évaluation pour faire le choix de la perspective qui possède la valeur jugée comme étant la plus grande. Il en ressort que les individus ont une aversion au risque en zone de gain et sont preneurs de risque en zone de pertes. Ils ne font donc pas les mêmes choix selon les circonstances. On rencontre une plus grande sensibilité aux pertes qu'aux gains (*Loss aversion*).

Si l'utilité est définie en terme de gains et de pertes et non en terme de richesse finale, il y a donc un état de référence. Un autre élément notable est la transformation non linéaire des probabilités. L'effet de certitude ou *certainty effect* implique que le preneur de décision tend à surestimer les petites probabilités et à sous-estimer les grandes. Cette notion est reprise plus tard par McCord et de Neufville en 1986 et par

Cohen et Jaffray en 1988, principalement sur les jeux de loteries. Des biais vont s'ajouter sur les deux théories classiques.

Nous allons étudier quelques comportements typiques des acteurs de marché, tels que décrits par Kahneman et Tversky, qui sont toujours d'actualité. Par exemple, un individu, qui pense déjà en terme de gain et de perte, sera enclin à la prise de risque d'autant plus qu'il est engagé dans une série de gains. Cela s'appelle le *house money effect*. La prise de risque entraîne donc un risque de perte, mais comme il y a eu des gains avant, il y a moins de ressenti. Une crise quelque part dans le monde a pour conséquence d'augmenter l'aversion au risque. L'amplitude du choc en 2008 a été plus forte, parce que nous avons déjà vécu le choc de l'automne 2007 avec la révélation *subprimes*. Il existe aussi une réelle tendance chez les investisseurs à garder trop longtemps des titres qui perdent et solder trop vite des titres qui gagnent. Et comme ils gardent les titres perdants trop longtemps, ils craquent souvent au mauvais moment.

Un autre exemple de comportement est ce qu'on appelle l'effet cadre de référence ou *framing effect*. Cet effet pose que la manière dont un problème est énoncé, peut fortement influencer la décision qui en découle. Le cadre dans lequel l'individu fait ses choix est contrôlé en partie par les normes, les habitudes et les caractéristiques personnelles du preneur de décision. Prenons le cas de la maladie et des morts certaines. Les résultats sont annoncés tantôt en terme de nombre de morts, tantôt en nombre de vies sauvées : les deux problèmes sont équivalents en terme de chiffres, mais la seule différence est l'expression : vies sauvées ou vies perdues ! D'une manière générale, les choix impliquant des gains amènent souvent à éviter le risque, c'est à dire à adopter la solution certaine. Les choix impliquant des pertes amènent souvent à prendre des risques, donc à choisir la solution probabiliste.

Revenons aux raccourcis mentaux que le cerveau humain emprunte pour résoudre rapidement des problèmes relativement complexes. Mais, une heuristique utilisée à mauvais escient peut amener à commettre des erreurs mentales systématiques. La simplification heuristique est un processus mental qui tend à simplifier la résolution d'un problème en utilisant le principe de représentativité justement dans le cas d'une

situation où l'incertitude est grande. De plus la simplification peut amener à passer à coté des biais

D'un autre côté, l'ancrage est un outil que l'esprit humain utilise pour résoudre des problèmes complexes. Il ressort de nombreuses études que lorsqu'on demande à des gens de faire des évaluations quantitatives, celles-ci sont influencées par des suggestions. La tendance à être influencé par des suggestions s'appelle l'ancrage. Dans certains cas, l'ancrage peut être vu comme un comportement rationnel. En fait, il s'agit d'une référence mentale prise dans le passé, ou pas, et qui influence notre perception des prix. L'ancrage peut aussi se cacher derrière certaines formes de *money illusions*. Ainsi selon Fisher (1928)⁸¹ les individus feraient une confusion quant à l'interprétation du taux d'inflation et se tromperaient entre les valeurs nominales et les valeurs réelles des actifs.

La représentativité que nous avons mentionnée plus haut est un dispositif que l'esprit humain utilise pour classer rapidement des informations. Les gens évaluent la probabilité d'occurrence d'un événement futur incertain par le degré de ressemblance d'un événement à un phénomène déjà observé par le passé. Comme à chaque fois, nous mentionnons l'existence de biais. Pour rester dans le domaine de représentativité, le *sample size neglect* fait référence à la taille de l'échantillon. Si l'échantillon n'est pas bon, on aura tendance à se baser sur l'échantillon, alors qu'il ne sera pas représentatif. *The Base rate neglect* ou encore l'association mentale de faits passés à des faits actuels signifie qu'on attend mentalement la réplication des événements de même ordre: le krach de 29 fait écho quand on vit la crise financière présente. Enfin, l'heuristique de disponibilité décrit un effet qui consiste en une modification de la perception d'une probabilité d'un événement par la facilité avec laquelle celui-ci peut venir à l'esprit. Mais le biais systématique consiste à une mauvaise interprétation systématique des probabilités d'un événement.

⁸¹ Cité par Galbraith (1992) ;

3.1.2.3.2 Excès de confiance et mimétisme

Maintenant, nous allons nous déplacer vers les excès de confiance. Il s'agit de la tendance à surestimer ses capacités, ses chances de succès, la probabilité d'obtenir des résultats positifs ou encore la précision des connaissances. C'est évidemment un biais très présent chez les investisseurs. Plusieurs manifestations sont reconnues comme *better than average effect*. On se retrouve avec les détracteurs de l'efficience des marchés qui veulent faire mieux que le marché. L'intervenant a une vision trop positive de sa propre personne, d'où le risque d'optimisme trop exagéré. Cela peut être aussi une perception exagérée du contrôle que l'individu croit avoir sur la réalité. Ce biais est très fréquent chez les jeunes opérateurs de marché qui commencent leurs premières opérations par des gains. L'idée d'un Kerviel qui voulait être reconnu comme le meilleur *trader* du monde rentre presque complètement dans ce schéma.

Très proche du roi du marché, il y a aussi la *miscalibration*, qui consiste à surestimer la précision de l'information que l'individu possède. Dans les marchés les investisseurs « experts » ont tendance à être plus en excès de confiance que ceux qui sont moins expérimentés. Les gourous ont un énorme pouvoir prédictif, mais quand ils se trompent, ils en perdent leur couronne. L'excès de confiance, dans les marchés financiers, lorsqu'il y a surestimation de la valeur de l'information connue, entraîne des stratégies de trading agressives qui aboutissent généralement à de mauvaises performances (Benos 1998, Odean 1998, Daniel et al 1998, Hirshleifer 2001)⁸². D'ailleurs selon Hirshleifer, les apports principaux de la finance comportementale résident dans l'identification des phénomènes comportementaux, l'observation d'anomalies sur les marchés financiers, l'analyse des rumeurs... Par contre, la mise sur pied de modèles alternatifs reste encore à développer, même si Orléan, Shiller et Read par exemple lancent des bases, qui pour l'instant sont « ultra minoritaires », d'après Orléan lui-même.

En accordant trop de valeur à l'information détenue, le *trader* va mettre moins d'énergie à rechercher une information supplémentaire et il va négliger des signaux provenant du marché. Pire même, les *traders* ont tendance à sous-estimer aussi les

⁸² In Susskind (2005), *La finance comportementale*, Cahiers financiers, Barcier, De Boeck.

informations qui abaisseraient leurs propres estimations et à contrario à surestimer toute information qui confirme leur conviction. Il existe un véritable complexe de supériorité des investisseurs, qui s'avèrent à l'usage moins performants que leurs collègues plus modestes. Des figures, outre Kerviel, comme Nick Leeson qui a entraîné la chute de la Barings ou même Bernard Madoff correspondent à ce schéma. De là, on peut faire le lien avec l'effet *momentum* : l'idée est de démontrer comment ce comportement génère à la fois des sur- et sous-réactions, puis de tirer la cohérence avec l'effet *momentum*. Le biais, qualifié de conservateur (Barberis, Shleifer et Vishny 1998)⁸³ aboutit à une surestimation des croyances premières d'un investisseur et mène à une sous-réaction à toute nouvelle information. Ou encore, on peut parler de biais d'attribution : on accorde plus de crédit à ce qui confirme qu'à ce qui infirme. L'excès de confiance croît avec le succès. Nous le verrons plus longuement dans le dernier chapitre consacré à l'observation participante

Qu'en est-il du mimétisme ? Les marchés s'inspirent souvent de leur propre comportement plutôt que des réalités. Tantôt cela donne un solde positif, tantôt le marché se retourne contre les agents eux-mêmes. Nous entrons dans le domaine des prophéties autoréalisatrices, influencées par l'opinion des individus, qui se veulent autoréalisées. Sur les marchés, la confiance peut parfois être minée par le fait que les agents n'accordent pas la même signification aux différents signaux émanant du marché. Quand l'incertitude est grande quant à la valeur des actifs, il devient donc presque rationnel d'imiter les autres plutôt que d'écouter son bon sens. Les croyances deviennent réalité uniquement parce que les intervenants croient qu'elles sont correctes, qu'elles le soient ou pas. Sur les marchés financiers, ce type de comportement de masse crée des bulles, et quand elles éclatent, les prophéties se transforment en crise. L'existence des bulles spéculatives résulterait du comportement mimétique des intervenants et du pouvoir auto-réalisateur de leurs croyances. Cela peut expliquer comment le prix d'un actif financier peut s'éloigner de sa valeur fondamentale. Mimétisme et chartisme se rencontrent très fréquemment dans les marchés. Les caractéristiques du mimétisme sont un ensemble de comportements individuels qui présentent des corrélations. Cela suppose une prise de décision systématique et erronée de la part d'un groupe. Le mimétisme est difficile à isoler en

⁸³ In Susskind.

tant que comportement, mais surtout il est présent dans le cas des marchés et des produits émergents.

On peut se poser la question de savoir si la finance comportementale est une crise de paradigme de la théorie financière moderne. Après Popper et le falsificationnisme pour la mise en cause de l'efficacité des marchés, on peut évoquer ici Kuhn et le changement de paradigme. L'efficacité traverse cette remise en cause à l'occasion des crises financières. Il apparaît aujourd'hui que l'aspect comportemental sera intégré dans la finance moderne et dans sa compréhension, comme l'illustre la résurrection des esprits animaux (Shiller 2008), par exemple.

3.1.2.3.3 Des « esprits animaux » au facteur peur

« Wall Street en a profité pour boire plus que de raison »⁸⁴

Quand on continue sur ce qui se précède, on débouche sur ce que Akerlof et Shiller en 2009 ont appelé l'économie comportementaliste, en allant plus loin que la finance comportementale. Ce n'est plus un combat efficacité contre *behaviourism*, mais il s'agit d'intégrer l'un à l'autre pour comprendre et tenter de répondre aux questions. La thèse qu'ils développent nous renforce dans notre perception de la crise et de la problématique qui nous occupe, à savoir les normes comptables, les règles prudentielles et le contexte de crise. Nous retrouvons nos concepts de départ à savoir le paradoxe d'une part et la cindynique dans son refoulement.

La notion d'*animal spirits* est une notion keynésienne, qui a été obérée par les lecteurs des principes de la *Théorie générale*,⁸⁵ mais que les auteurs précités remettent au grand jour. En effet, les préoccupations d'ordre économique sont de nature rationnelle, mais elles sont sous l'emprise des esprits animaux qui seuls, peuvent expliquer les fluctuations économiques et le chômage involontaire. Ne pas tenir compte de la dimension mentale de notre environnement financier ne peut amener qu'à une mauvaise lecture et une mauvaise interprétation des faits. Ainsi, les esprits animaux

⁸⁴ Ainsi écrivent Akerlof Shiller : *Les esprits animaux*, 2009 Pearson France, p7

⁸⁵ Keynes J.M, (1936) *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Bibliothèque scientifique Payot 1988.

sont des schémas de pensées qui sous-tendent nos mécanismes les plus profonds d'ordre intellectuel et surtout affectif. Remettre le mental autour du questionnement de la présente recherche fait partie pleinement de la justification du choix de l'observation participante que nous aborderons plus longuement lors du dernier chapitre.

« Le public, le gouvernement et la plupart des économistes se sentaient en sécurité en vertu d'une théorie économique affirmant qu'ils n'avaient rien à craindre. »⁸⁶ Nous retrouvons les paradoxes que nous avons étudiés précédemment, et en particulier le paradoxe de la sécurité : nous étions convaincus d'être à l'abri du danger, puisque nous avons développé de bons outils pour garantir le système financier, alors que le danger montait sans cesse. Nous n'avons pas voulu le voir tant nous étions dans le refoulement cindynique. Les IAS et Bâle II sont issus du paradigme dominant à savoir l'efficacité des marchés: aucun modèle mathématique ne peut intégrer la dimension humaine et psychologique, qui a tellement compté lors de la dernière crise.

Quels sont donc ces esprits animaux ? Akerlof et Shiller en distinguent cinq, auquel nous rajoutons un sixième issu des travaux de C.Read sur la peur. Il s'agit donc de la confiance et son multiplicateur, de l'équité, de la corruption et son corollaire qui est la mauvaise foi, l'illusion monétaire et enfin les histoires, ce que nous appellerons la mémoire, celle qui se transmet ou pas d'ailleurs. Nous terminerons par la peur. Nous allons brièvement passer en revue ces comportements.

Le premier est la confiance et son multiplicateur. Nous avons vu précédemment les ravages de l'excès de confiance. Mais si nous abordons la confiance sous un autre angle, à savoir de climat environnant, on s'aperçoit tout simplement que lorsque l'esprit est en confiance, l'avenir apparaît de manière positive. A contrario, lorsque le climat est à la défiance, les perspectives d'avenir deviennent difficiles. La confiance recouvre la notion de foi et de sécurité : se sentir à l'abri, ne pas être trahi. C'est un sentiment qui est au-delà de la rationalité et dont le niveau est déterminant. Les marchés dès qu'ils perdent la confiance s'emballent au delà de la raison. L'histoire économique est une alternance de périodes de confiance et de repli. Le multiplicateur

⁸⁶ Les esprits animaux p 10

lui ne fait que répliquer le trop ou le pas assez de confiance. Si la confiance est le plus important esprit animal, c'est aussi le fondement de notre raisonnement. C'est parce que nous avons confiance en notre environnement comptable réglementaire, politique, que la rupture a été si douloureuse et si violente. L'édifice finance s'est effondré.

Le deuxième point est l'équité. En économie, la première théorie est celle de l'échange, qui explique comment nous sommes passés du troc aux marchés financiers modernes. En psychologie sociale, on parle de la théorie de l'équité. Dans un échange, chacun reçoit à hauteur de ce qu'il apporte. Elle indique ce qui est équitable ou non dans un échange. Les sociologues parlent des normes, mais nous aussi nous pourrions parler de normes. Nous escomptions des normes, en échange de l'immense travail de refonte qu'elles supposaient, nous attendions la transparence et un marché encore mieux appréhendé. Nous attendions, en échange de l'énorme chantier Bâle II, une plus grande sécurité du système bancaire et financier. La crise n'est que la faible mesure de la déception de nos espoirs. Mais si l'équité n'est pas là, on passe dans le monde de l'inéquitable. « L'équité suppose d'intégrer dans l'économie cette critique du comportement⁸⁷... » Il est évident que la crise est inéquitable pour beaucoup, ce qui implique une montée de la violence par exemple dans les ressources humaines.

Le troisième élément est la corruption et la mauvaise foi. Les auteurs mentionnent les trois dernières crises financières de l'histoire récente aux Etats-Unis. C'est sur fond de corruption et de malversations en tous genres qu'elles se sont déroulées. La crise des *Savings and Loans* en 1990-91, vaste montage de refinancement de prêts à taux fixe qui a tourné au désastre quand les taux de marché sont remontés, est le premier exemple. Comme les caisses d'épargne bénéficiaient de la garantie de l'Etat, elles sont allées à la faillite en toute inconscience et en pleine irresponsabilité. Les prédateurs sont d'autant plus voraces, que la sanction paraît lointaine voire inapplicable. De cette crise naissent les *junk bonds* de Milken, les OPA hostiles et les rémunérations exponentielles des dirigeants. Tout est fait pour augmenter les profits privés. Le profit, sans foi (sans confiance !), ni loi appelle le profit. En 2001, le scandale Enron nous fait craindre le pire. On est au-delà de la corruption et de la mauvaise foi. Les rapaces ont tout fait : l'avidité, la malversation, la falsification, un véritable enchevêtrement de ce

⁸⁷ id, p37

que l'humanité compte de plus bas. Nous pensions tous qu'après Enron, rien ne serait plus comme avant, comme dans toute vraie rupture. Et pourtant, la crise financière de 2007-2008 dépasse de loin l'ampleur de 2001. Jusqu'à aujourd'hui, nous apprenons que, via Abacus, Goldman Sachs a conseillé à ses propres clients d'acheter des produits dont eux-mêmes se débarrassaient à toute vitesse. L'avidité et l'ampleur des crises suivent-elles la même courbe ascendante et exponentielle ? La crise de la dette publique grecque n'est-elle pas aussi basée sur une falsification des comptes publics ? Un mensonge d'Etat pour une crise de la dette publique peut nous amener à imaginer un rating de la corruption. Cette dernière se banalise, car la sanction n'est pas à la hauteur de l'attente d'équité que nous avons. Il faut réformer la finance internationale et en profondeur, mais nous reviendrons sur ce sujet ultérieurement.

Le quatrième *animal spirit* est l'illusion monétaire. Sommes-nous ou non victimes de l'illusion monétaire ? Jusqu'en 1960, les économistes pensaient que l'économie subissait l'illusion monétaire, donc vivait en régime de données nominales, non corrigées par l'inflation. Puis, nous avons assisté à un retournement de tendance : les agents ont pleinement conscience de l'inflation et l'intègrent dans tous leurs schémas. Cela semble cependant surréaliste et même faux, puisque les contrats salariaux, les obligations, les états comptables ne sont pas corrigés en terme d'inflation. La valeur comptable est une valeur nominale. Il est clair que l'inflation qui a fortement baissé pèse moins sur les perspectives. Cependant, les décisions prises sur base des comptes en valeur nominale relèvent de l'illusion monétaire.

Ce que Akerlof et Shiller ont baptisé les histoires, et que nous qualifions de mémoire, constitue un point important, car la mémoire a pour vocation d'être transmise. La transmission a pour but d'éviter de refaire les mêmes erreurs : « La vérité de demain se nourrit des erreurs d'hier. »⁸⁸ La confiance ne se limite pas à un état émotionnel, mais à un échange de confiance entre les individus et la perception de cette même confiance. Une forte confiance, ou son contraire, s'appuie sur des histoires, porteuses d'inspiration ou de rejet, dans le cas de la défiance. Nous avons déjà dit que la mémoire financière est courte, mais les traumatismes pour les populations sont profonds. Le spectre de la crise de 1929 et de la dépression qui a suivi hante encore

⁸⁸ Extrait de *Pilote de guerre* de A. de Saint Exupéry, (1942).

tous les esprits et sert de *benchmark* pour les autres crises. A l'image de Galbraith (1992), les histoires circulent de manière euphorique⁸⁹. Quand elles sont énormes comme la *Tulipemania* hollandaise, elles font naître un enthousiasme, un étonnement admiratif, voire provoquent un frissonnement de peur. Les marchés regorgent d'investisseurs de génie, de gourous omnipotents qui, un jour, tombent de leur piédestal. La crise que nous vivons actuellement est déjà racontée et comme les contes de fée, fait peur. Il était une fois... des prêts qui se sont éloignés de manière sidérale des dépôts des banques, parce que les intervenants n'étaient plus seulement ces mêmes banques. Un secteur parallèle de non-banques qui n'obéissaient pas aux mêmes règles, a prospéré et a provoqué une secousse telle que tout le monde financier a failli être englouti. Des millions d'emplois ont disparu, les épargnants ont perdu toutes leurs maigres économies. On se demande d'ailleurs où est la fée qui va tout arranger et qui fera une fin heureuse: elle n'est pas en vue pour l'instant. Quant aux banques centrales, que nous avons étudiées précédemment, elles sont parties prenantes dans le scénario, puisque focalisées sur l'inflation, gorgées de gloire grâce à leur combat victorieux contre la hausse des prix, elles n'ont pas su prévenir le danger. Elles n'ont pu être que le pompier qui éteignait le feu, et non le prince qui venait sauver le monde de la finance.

Le sixième esprit que nous pouvons évoquer est celui de la peur, *the fear factor* (Read 2009). Aucune réglementation ne nous protégera du dérapage, tant que nous n'aurons pas incrusté la dimension psychologique dans nos schémas, qu'elle soit de l'ordre du mimétisme, de la peur. La peur est une émotion animale essentielle, qui est associée à l'anxiété et qui a des racines biologiques profondes. Nous évoluons dans un monde où l'éducation et l'information n'ont fait qu'augmenter et cette augmentation devrait jouer le rôle d'apaisement de nos angoisses. Pourtant, on assiste à l'effet inverse. Toute cette information disponible nous fait comprendre notre petitesse et contribue à augmenter le sentiment de peur, comme l'effet papillon déclenche des catastrophes en chaîne. La peur se décline en cinq étapes : le déni, la colère, la négociation, la dépression et l'acceptation (Read 2009).

⁸⁹ Galbraith J.K. (1992), *Brève histoire de l'euphorie financière*, Edition du Seuil, Paris.

Voyons rapidement chacune d'entre elles. Le déni fait écho au refoulement cindynique. Nous avons été sourds à tous les signaux d'alerte. A.Greenspan a continué de croire au marché-roi qui a toujours raison. La colère est celle des premières victimes, ceux qui ont perdu leur maison, ceux qui ont vu leurs retraites englouties. Quand on n'a plus le sens des événements et des discours, la violence s'installe. Si l'on évoque la notion de négociation, il s'agit d'une négociation avec la crise. Elle sera sûrement courte et superficielle. On ne peut l'imaginer autrement. Par contre, une fois intégrée l'ampleur du désastre, c'est la dépression qui s'installe. Plus les populations sont déprimées, plus le monde s'enfonce encore plus profondément dans la crise. A la fin, on finit par accepter son sort, c'est le premier signe de guérison. La peur est en fait une réponse émotionnelle à l'incertitude et à l'inconnu qui devient effrayant. Notre vraie nature est l'aversion au risque : quand l'incertitude augmente, notre peur aussi. Read termine par un message d'espoir, car si nous arrivons à surmonter la présente peur, nous n'en serons que plus armés la prochaine fois. A moins que ce message d'espoir nous aide juste à attendre la fin de la présente crise !

Pour conclure cette partie sur les concepts, nous avons étudié le paradoxe dans tous ses états qui correspond à différents acteurs sur fond de science des dangers et de fin du risque zéro, alors que les agents, eux, pensent principe de précaution. Quand les normes comptables ont été écrites et les règles prudentielles du Comité de Bâle réécrites, elles l'ont été dans l'esprit de l'efficacité informationnelle. L'information est destinée aux seuls investisseurs qui doivent bien décider pour bien investir. Mais c'était oublier la dimension humaine. Cette finance comportementale, ou encore mieux cette économie comportementaliste, ne fait pas l'unanimité, même si l'on ne peut nier qu'elle a joué un rôle clé dans la pandémie financière qui nous a frappés dès l'automne 2007. Redonner une stature humaine à des marchés globalisés et donc forcément sans visage et sans âme est un défi peu commun, et qui n'est pas le moindre qui nous attend.

Il est temps maintenant d'aborder la discussion méthodologique qui verra la justification d'un certain nombre de choix quant au *design* de cette recherche.

3.2 DISCUSSION EPISTEMOLOGIQUE & METHODOLOGIQUE

« La concurrence entre paradigmes n'est pas le genre de bataille qui puisse se gagner avec des preuves. »

Thomas S. Kuhn⁹⁰

L'épistémologie est la science de la science. Elle pose donc les questions de la nature, de la méthode et de la valeur de la connaissance, qui accompagnent tout travail de recherche et qui lui donnent sa légitimité. A l'instar de Socrate et Platon, il est plus difficile de poser une question que d'y répondre. La réflexion épistémologique est donc consubstantielle à toute recherche qui s'opère (Martinet 1990). Même Feyerabend⁹¹, connu pour son épistémologie anarchiste impertinente, ne manque pas plus de rigueur dans l'analyse que ses concurrents, Popper, Kuhn et Lakatos. Sa théorie a eu de plus le mérite de poser toute une série de nouvelles questions.

Nous allons donc successivement justifier le choix de la posture, à travers la nature de l'environnement et de la connaissance produite, mais aussi suivre le circuit de la connaissance. Nous aborderons le choix de la méthode en étudiant les différentes possibilités pour nous déterminer finalement pour l'analyse qualitative. Nous décrirons la collecte des données pour étayer le dernier chapitre de ce travail de recherche, qui sera l'observation participante, grâce à une longue présence de l'auteur dans les marchés. Enfin, nous resterons critiques vis à vis de nous mêmes et en posant la question de la validité de notre travail.

3.2.1 CHOIX DE LA POSTURE

Le questionnement du chercheur s'articule autour des interrogations suivantes :

- Quelle est la nature de la recherche, le degré d'objectivité, quelle est la relation avec l'objet de recherche ? Quel est le lien entre sujet et objet ?

⁹⁰ Kuhn T., *La Structure des Révolutions Scientifiques*, [1962] Paris Flammarion 1983

⁹¹ Feyerabend P., *Contre la méthode, esquisse d'une théorie anarchiste de la connaissance*, Paris, Seuil, 1979.

- Dans quelle perspective, le chercheur va travailler : expliquer ou comprendre ou construire ?

- Quelle est la validité de cette recherche et son périmètre d'acceptation scientifique ?

Les réponses vont s'inscrire dans la trame des deux grands paradigmes épistémologiques qui sont à la base de tout travail de recherche : à savoir le positivisme et le constructivisme, sans oublier de mentionner le courant interprétativiste. Nous étudierons la notion de paradigme et plus particulièrement, le positiviste et le constructiviste qui sont les plus antinomiques.

Kuhn est le promoteur du concept de *paradigme*, ensemble d'idées et de pratiques qui imprègnent les esprits à un moment donné. Il définit un paradigme scientifique comme suit :

- Un ensemble d'observations et de faits avérés.
- Un ensemble de questions en relation avec le sujet qui se posent et doivent être résolues.
- Des indications méthodologiques (Comment ces questions doivent être posées ?).
- Comment les résultats de la recherche scientifique doivent être interprétés ?

Pour Kuhn, « l'adhésion à un paradigme est un phénomène sociologique, qui implique la genèse d'une communauté de pensée, de méthodes et d'objectifs, autour d'outils communs (journaux, conférences). » La science peut être dans une période calme où le paradigme est admis par presque tous: les expériences ne font que nourrir le paradigme existant. Lorsque les insuffisances du paradigme en cours deviennent de plus en plus évidentes, et qu'un paradigme de remplacement se dessine, il se produit un changement brutal de paradigme: une *révolution* scientifique.

Selon Kuhn, le paradigme définit la norme de ce qu'est une activité légitime à l'intérieur du domaine scientifique qu'il régit, ou encore le paradigme est « une matrice disciplinaire »⁹². En sciences de gestion, le paradigme dominant est le positivisme. Nous allons parcourir le chemin de la connaissance produite, en analysant et en se déterminant pour un paradigme plutôt qu'un autre.

3.2.1.1 NATURE DE L'ENVIRONNEMENT ET DE LA CONNAISSANCE PRODUITE

Pour les positivistes, la réalité existe en tant que telle. « Considéré d'abord dans son acceptation la plus ancienne et la plus commune, le mot positif désigne le réel. » (A.Comte 1844). Le sujet est indépendant par rapport à l'objet vice-versa. La recherche du sujet vers l'objet ne modifie en rien la nature de l'objet.

Le principe de l'objectivité est posé par K.Popper en ces termes : « La connaissance en ce sens objectif est totalement indépendante de la prétention de quiconque à la connaissance; elle est aussi indépendante de la croyance ou de la disposition à l'assentiment (ou à l'affirmation, à l'action) de qui que ce soit. La connaissance au sens objectif est une connaissance sans connaisseur ; c'est une connaissance sans sujet connaissant.⁹³ »

L'objectivité est alors synonyme de rigueur et s'associe très bien à la notion de validité scientifique. Ainsi, Popper est un positiviste objectiviste, qui croit à l'unité des sciences. En effet, il refuse l'idée d'une spécificité des sciences sociales, la frontière étant posée entre corroboré, falsifiable et falsifié. Par conséquent, il croit à l'unité méthodologique et épistémologique. S'il a été très populaire, c'est que son attitude est faite de vigilance et de remise en question. Mais à travers le falsificationnisme, on peut voir, comme le souligne Angèle Kremer-Marietti⁹⁴, "le refus permanent... de reconnaître la possibilité d'une science certaine."

⁹² T.S Kuhn (1983), *La structure des révolutions scientifiques*.

⁹³ K.Popper (1973, 1995), *Logique de la découverte scientifique*.

⁹⁴ Kremer Marietti A., « L'épistémologie de Sir Karl Popper, est-elle irrésistible ? » (Conférence donnée au Centre Universitaire de Luxembourg, le 19 décembre 2002, à l'invitation de la Société luxembourgeoise de Philosophie).

Le paradigme constructiviste présente la réalité sous un aspect moins lointain et plus fragile. La réalité reste inaccessible et inconnue pour les cas les plus extrêmes. L'objectivité prend alors un caractère utopique. Pour les constructivistes, les individus créent leur environnement par leur pensée et leurs actions, guidés par leurs finalités. Dans ce monde, où tout est possible, où rien n'est déterminé et où l'homme peut choisir (Le Moigne 1994), il devient nécessaire de rejeter le déterminisme au profit de l'hypothèse intentionnaliste. Et là, l'objectivité fait place à la subjectivité et à la contextualisation.

Autrement dit, si dans le positivisme, le chercheur va découvrir les lois qui s'imposent aux acteurs de manière la plus indépendante possible, le constructiviste, lui, va construire avec les acteurs la réalité sociale en pleine interdépendance.

Ainsi se trouvent posés les deux paradigmes, systèmes de référence pour le chercheur en quête de recherche.

3.2.1.2 CIRCUIT DE LA CONNAISSANCE

Pour les positivistes, la réalité est extérieure et l'idéal positif serait de découvrir la loi universelle qui explique cette réalité qui débouche vers la vérité objective. Il va de soi que nous sommes en pleine utopie et le fondateur du positivisme A. Comte l'a reconnu.

D'autre part, la vision déterministe de la réalité implique une démarche de recherche en causalité avec une évolution à souligner : on passe d'une causalité linéaire, une cause-un effet, à une causalité multiple. Tout en gardant à l'esprit que le circuit emprunté reste dominé par l'idée que « la réalité connaissable a un sens en elle-même et que ce sens ne dépend pas nécessairement des préférences personnelles des observateurs qui s'efforcent de l'enregistrer sous forme de détermination (qu'elles soient principes, causes, conjectures ou théories). » (Le Moigne, 1995).

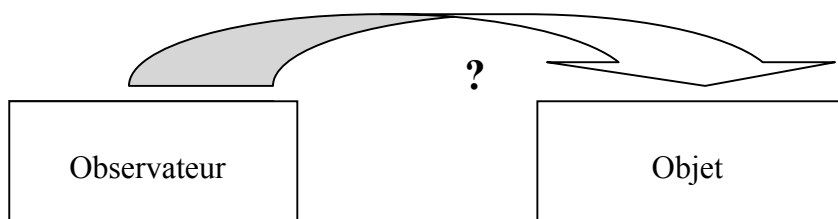
Enfin, les positivistes veulent comprendre pour expliquer sans pour autant interpréter, au nom de l'objectivité dont ils se réclament. La compréhension ne passe pas par une participation à l'établissement de la réalité, objet de la recherche.

3.4 Statut du chercheur par rapport à son objet de recherche (3 figures)

Figure 1 Le chercheur prométhéen
Posture d'extériorité

Ontologie = réaliste/ objectiviste/ essentialiste

Epistémologie = positiviste



Source : Y.Giordano « Conduire un projet de recherche »

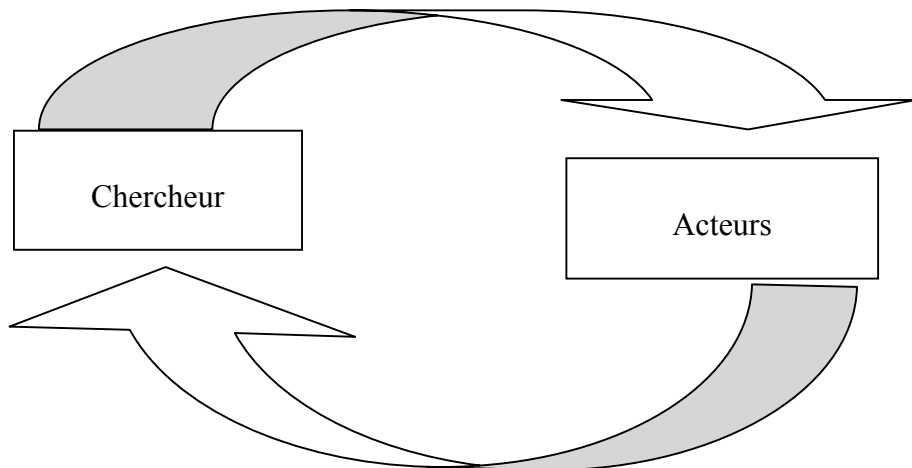
A l'opposé, les constructivistes voient dans la démarche de compréhension une collaboration entre sujet et objet ou, pour paraphraser Le Moigne, l'acte de connaître aide à la construction du réel, beaucoup plus que la perception objective de ce même réel. Ou encore, Piaget, pour qui la connaissance est autant un processus qu'un résultat.

Figure 2 Le chercheur constructiviste

Posture interactive transformative

Ontologie = relativiste : réalités construites multiples

Epistémologie = constructiviste, le chercheur et les acteurs construisent le projet)



Source : Y.Giordano « Conduire un projet de recherche »

A ce stade, une fois que la nature et le circuit de la connaissance vont être posés, comme pour toute recherche, il faut s'interroger sur la validité.

3.2.1.3 LA VALIDITE SCIENTIFIQUE SELON LES DEUX PARADIGMES

Les positivistes distinguent les sciences des non-sciences. Mais si une discipline est affichée comme scientifique, dans l'esprit d'une unicité de la science, elle devra répondre à des critères de validité précis et universels. Par exemple, K.Popper a tracé une « ligne de démarcation » entre les sciences et les non-sciences grâce au critère de réfutabilité : le falsificationnisme. Tout ce qui est falsifiable est scientifique, tout ce qui est falsifié ne l'est plus, en augmentant en permanence la qualité des conjectures. Les constructivistes contestent l'unicité de la science, arguant d'une spécificité des sciences sociales. Ils vont jusqu'à remettre en cause la notion de vérité scientifique basée sur des critères universels.

Rapidement, on peut dire que les critères universels retenus par les positivistes sont la vérifiabilité, qui suppose la faculté d'une proposition à être vérifiée ; la « confirmabilité » de Carnap qui suppose différents degrés de haute probabilité. « Une théorie peut être probable. On remplace la preuve par la probabilité » (Lakatos, 1994). Enfin, on revient au falsificationnisme de K. Popper, déjà mentionné. Le positivisme se place donc alors dans une logique hypothético-déductive et dénonce avec force, toujours à l'instar de K. Popper, le raisonnement inductif.

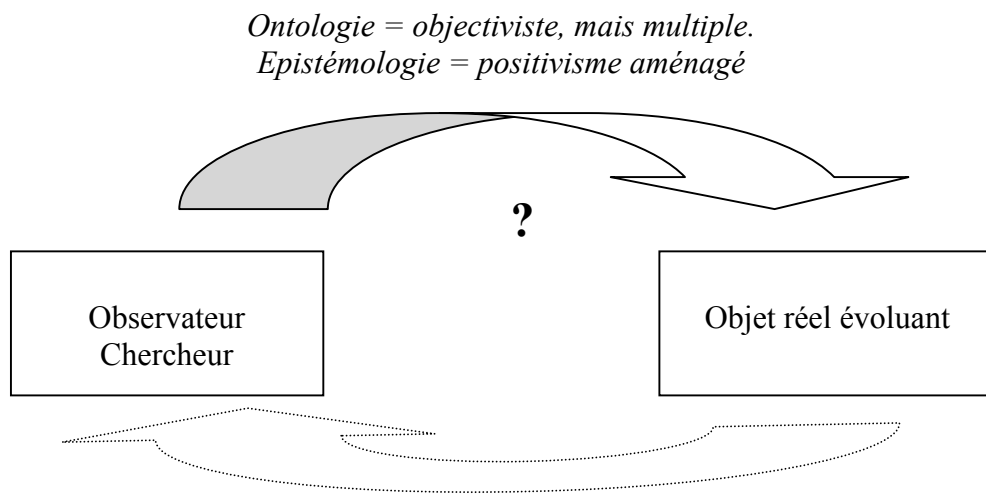
A l'opposé, les constructivistes sont en train de construire leurs critères de validité, même si certains évoquent le critère d'adéquation ou de convenance (Von Glarersfeld 1988)⁹⁵ ou d'enseignabilité préconisé par Le Moigne : « Je prétends que le positivisme pris au sérieux, ne permet pas de « construire » une discipline académique enseignable telle que la science de gestion. » Les conséquences de ce manque de critères universels peuvent se résumer à la défense d'une multitude de méthodes et le refus d'imposer un mode de raisonnement.

La question qui se pose donc maintenant est de choisir un paradigme et de l'associer à une méthodologie. Quand on parle finance, on pense immédiatement positivisme. Cela dit, on penchera ici pour une conception positiviste aménagée (Huberman et Miles 1991), plus que pour un positivisme pur et dur. La richesse des paradigmes et l'essence même du chercheur lui permettent, en gardant son libre-arbitre, de piocher dans les différents paradigmes aussi antinomiques soient-ils. Surtout quand on envisage de se tourner vers une méthodologie qualitative qui va de pair plus traditionnellement avec une discipline réputée de quantitative. Ce positivisme aménagé illustre la nécessité d'une réflexion épistémologique dans le sens de « la science telle qu'elle se fait » (Callon & Latour 1991)⁹⁶, plutôt que du dogme de « la science telle qu'elle doit être », beaucoup trop rigide. Il pourrait être illustré, à l'instar des paradigmes traditionnels, de cette manière.

⁹⁵ Bertacchini Y. (2009), *Petit guide à l'usage de l'apprenti-chercheur en sciences humaines et sociales*, <http://archivesic.ccsd.cnrs.fr>.

⁹⁶ In Miles et Huberman.

Figure 3 Le chercheur positiviste aménagé



L'objectivité, en finance, est presque une règle déontologique, mais compte tenu de l'actualité de la problématique, de nombreux enseignements vont provenir du terrain. Cet aménagement positiviste est la suite logique de contraintes pragmatiques, puisque notre objet de recherche dans son approche réelle est en train de se construire ! Pour aller même, plus loin, la recherche, tout en tendant le plus possible vers l'objectivité, va voir l'objet même de la recherche évoluer et faire bouger les connaissances théoriques de l'IAS 39 déjà amendée, du ratio Mac Donough et des soubresauts d'une crise financière inachevée. On pourrait aussi parler de positivisme évolutif. Enfin, une partie de cette recherche s'appuie sur les sciences cognitives et en particulier la finance comportementale.

3.2 2 CHOIX DE LA METHODE

Le choix de la méthode suppose l'utilisation d'un certain nombre d'outils qui se rattachent à deux grandes familles méthodologiques : l'analyse qualitative et l'analyse quantitative. Aujourd'hui, par rapport à ce conflit des anciens et des modernes, est apparue récemment l'approche qualimétrique (Savall et Zardet 2004). Dans un premier temps, on décrira l'approche quantitative. L'approche qualimétrique a été longtemps tentante, mais c'est la méthode qualitative qui s'adapte le mieux à un contexte mouvant et changeant comme les marchés financiers et leurs acteurs. En

relisant, Huberman et Miles, il semble que ce soit ce type d'analyse qui corresponde le mieux à l'état d'esprit de ce travail de recherche.

3.2.2.1 L'ANALYSE QUANTITATIVE

L'analyse quantitative permet d'effectuer des mesures dont on peut apprécier les valeurs, comme la fidélité, la fiabilité, grâce à une permanence systématique, la validité et la sensibilité. La logique quantitative déductive aboutit à la vérification et la logique quantitative inductive permet de trouver des relations spécifiques entre un grand nombre d'objets. Cette dernière, après un effort de description, permet d'aboutir à un modèle généralisable. On peut dire, que contrairement à l'étude de cas, qui met en scène un phénomène contemporain souvent complexe, l'analyse quantitative est faite pour tester des relations simples entre un nombre limité de variables sur un grand échantillon.

La collecte de données la plus courante est celle faite par questionnaire. On peut définir le questionnaire comme un instrument d'observation destiné à identifier des éléments de réponse à des questions posées dans une population plus ou moins étendue. Un questionnaire est construit, puis testé dans une première phase et enfin administré sur une plus large échelle.

La constitution de l'échantillon peut se faire de manière aléatoire, par choix raisonné, par quotas ou enfin peut dépendre des opportunités. L'administration du questionnaire est un point délicat, car les non-retours ou plus exactement le nombre de retours va déterminer la validité externe, ce qui implique souvent un recours à des entretiens.

Même si la technique du questionnaire est très répandue en sciences de gestion, les données gardent un caractère sommaire, puisqu'elles reposent sur la bonne foi de ceux qui répondent.

Il faut mentionner ici qu'il existe aussi des bases de données et des sondages où les données secondaires sont accessibles déjà sous format quantifié.

De même, sans entrer dans le détail, la méthode de traitement des données quantitatives est principalement basée sur la statistique, qu'elle soit descriptive avec les analyses de variance, chi-deux et de corrélations, qu'elle soit explicative, avec, entre autres, les analyses factorielles (analyse factorielle de correspondance, analyse factorielle des correspondances multiples, analyse en composante principale). Un des objectifs de l'analyse en composante principale est la représentation graphique des relations entre variables quantitatives.

Pour rappel, le Comité de Bâle a mené depuis 2001, des études quantitatives d'impact⁹⁷, que nous avons déjà commentées. La dernière QIS a été menée par questionnaire auprès de 382 banques dans 32 différents pays. « *The Committee's Working Group on Overall Capital and Quantitative Impact Study prepared a detailed report on the QIS 5 results, including data from 382 banks in 32 countries analysed at the Secretariat* »⁹⁸. Dans ce cas, l'échantillon est énorme et les questionnaires sont forcément remplis et renvoyés. Donc, on peut dire que si on ne regarde que la quantité, les critères de validité scientifique sont remplis, mais l'invalidité partielle est aujourd'hui factuelle, ce que nous verrons un peu plus loin.

Si l'on peut qualifier l'analyse quantitative d'efficace, on peut aussi dire qu'elle est beaucoup plus ardue, parce qu'elle suppose des connaissances mathématiques. Celles-ci aboutiront à des explications statistiques immédiates, qui n'éclaireront la recherche que d'une manière partielle et pas forcément novatrice.

Le choix entre une approche qualitative et une approche quantitative est déterminée par l'ambition de la recherche, liée à la volonté du chercheur. Quand le chercheur se place dans la perspective de tester une structure de connaissances préexistantes, on sera dans le quantitatif avec une posture en majorité positiviste. Quand l'ambition est de construire une structure, une modélisation à partir de données à collecter, on sera plutôt dans le qualitatif, sans pour autant avoir une posture constructiviste.

⁹⁷ *The Quantitative Impact Studies (QIS)*

⁹⁸ Extrait QIS 5 publiée le 19 septembre 2005, mis à jour le 16 juin 2006, site bis.org

Tout comme en épistémologie, aujourd'hui les clivages s'estompent et l'on peut combiner les deux approches par ce que Savall et Zardet ont appelé l'approche qualimétrique, que nous allons maintenant développer brièvement.

3.2.2.2 L'APPROCHE QUALIMETRIQUE

La définition donnée par les auteurs même du concept, corroborée aussi par David en 2000, s'énonce ainsi : « L'approche qualimétrique ...constitue un essai pacificateur consistant à reconnaître que l'essence des informations traitées au cours du processus scientifique d'élaboration des connaissances est simultanément qualitative (s'exprimant par des mots clés) et quantitative (nombre clés et traitement mathématique). Dans la modélisation qualimétrique, la forme qualitative permet de restituer la richesse intrinsèque de l'objet étudié en sciences de gestion ou en sciences sociales et d'explicitier clairement le sens profond de la connaissance ainsi produite. La forme quantitative apporte les indicateurs de mesure qui soutiennent le sens en réduisant la subjectivité et facilitent les opérations d'agrégation et de comparaison des éléments de l'objet étudié. »

Cette approche conciliatrice est tentante à plus d'un titre, par son approche œcuménique en quelque sorte et surtout par le fait qu'on prenne le meilleur de chaque approche historique. C'est la flexibilité qualitative alliée à la validité quantitative.

Les limites de la méthode vont de pair avec la personnalité du chercheur qui doit avoir des qualités relationnelles étendues. On augmente la difficulté aussi de l'exercice au regard des règles épistémologiques et méthodologiques, car concilier ne veut pas dire passer tout au mixer. Il faut savoir, en l'espèce, rigueur et objectivité garder. Une autre critique de taille reste la place importante du terrain.

3.2.2.3. L'ANALYSE QUALITATIVE

La décision d'opter pour une approche ou pour une autre est déterminante pour la suite des travaux. L'approche qualitative a longtemps été discréditée pour son manque de rigueur et de référence chiffrée, puisque, par essence, elle joue sur les mots. Miles en 1979 parle de sa confrontation avec le « fléau attrayant », car les difficultés sont grandes, mais d'autant plus stimulantes que c'est au chercheur qualitatif de créer sa propre validité. Huberman, en 1981, évoque les « splendeurs et misères » de la recherche qualitative.

Les polémiques s'articulent autour des reproches les plus communément évoqués : l'absence relative de règles de décisions et de procédures en quelque sorte universelles, manque d'heuristique commune, au sens d'outils de la science ; des mesures imprécises ; un faible degré de généralisation des résultats et une non-maîtrise des biais.

L'analyse qualitative peut être qualifiée aussi de compréhensive ou d'exploratoire (Evrard, Pras, Roux 1997)⁹⁹. Il est à noter que la linguistique joue parfois aussi sur les mots, puisque le mot *comprehensive* en anglais signifie complète. L'analyse qualitative utilise toute une gamme d'outils que nous allons passer rapidement en revue, sachant que la logique qui s'y rattache peut être déductive ou inductive. Dans le premier cas, il s'agit d'un modèle théorique soumis aux données tirées d'un échantillon choisi par rapport aux variables et aux lois étudiées. Dans le second cas, la logique qualitative inductive construit une théorie à partir de l'observation de l'objet de recherche et des pratiques des acteurs. Le chercheur propose des interprétations du réel, « qui ne sont pas la réalité, mais un construit sur une réalité susceptible de l'expliquer » (Wacheux 1996). Pour ce qui est de cette thèse, nous nous placerons dans un raisonnement hypothético-déductif, en rappelant que la posture épistémologique est celle d'un « positivisme logique aménagé »¹⁰⁰.

⁹⁹ Evrard, Y., Pras B., Roux E. & alii 1997, *Market. Etudes et recherches en Marketing* 2^{ème} ED. Paris Nathan, p 68.

¹⁰⁰ Miles & Huberman, *Analyse des données qualitatives*, De Boek Université 1991, p31.

Pour ce qui est des outils populaires au sens de souvent employés, nous devons citer l'entretien et son codage. Quant à l'étude de cas, c'est la stratégie la plus utilisée en sciences de gestion, particulièrement en finance. « La méthode des cas se définit comme une analyse spatiale et temporelle d'un phénomène complexe par les conditions, les événements, les acteurs et les implications. » (Wacheux). Yin insiste aussi sur la complexité du phénomène et de ses frontières parfois obscures, mais l'étude de cas bénéficie de développements théoriques antérieurs pour guider la collecte et le traitement des données. Le raisonnement est d'origine plutôt hypothético-déductive. L'analyse qualitative conduit à une contribution théorique, qui peut amener à une généralisation théorique, mais non statistique.

Autre stratégie, la recherche expérimentale étudie les liaisons causales entre variables (Igalens & Roussel 1998)¹⁰¹ et revient à faire une simulation du réel.

Parmi les approches, la recherche action ou action-science (Lewin) est une méthode de recherche en ce sens que l'action et le changement dans l'organisation produisent des informations qui permettent de mieux analyser et mieux comprendre l'entreprise et ses membres.

Enfin, on citera, la recherche intervention, méthode interactive à visée transformative (Savall & Zardet) et surtout l'observation participante (Perez 1998), qui est la méthode que nous avons choisie pour le présent travail de recherche. Ce choix se justifie, et sera justifié encore plus dans le chapitre à venir, par la présence de l'auteur de nombreuses années dans les marchés financiers, observateur et participant à des mouvements erratiques des marchés surtout pendant la crise de 1987 qui rappelait déjà la crise de 1929 en intensité de mouvements. Depuis, on a fait pire, mais les comportements restent mus par les mêmes ressorts et présentent des travers identiques, ce que nous démontrerons plus loin. Une justification plus fouillée du choix de l'observation participante sera reprise avec l'exploitation du terrain lors du dernier chapitre de la présente recherche. Comme nous avons structuré notre démarche en fonction des méthodes recommandées par Perez, Thiétard et Wacheux, il paraissait

¹⁰¹ In Miles et Huberman

plus opportun de garder ces développements avec les résultats de l'observation proprement dite.

Pour ce qui est des méthodes de traitement des données qualitatives, on distingue deux sortes : les méthodes qualitatives inductives, qui se résument à une collecte de données de terrain pour faire émerger des concepts représentatifs du phénomène étudié et opèrent ensuite un « codage » de ces données ; les méthodes qualitatives déductives, qui peuvent être traitées via des systèmes experts.

Si on devait conclure sur les points forts et les points faibles de l'analyse qualitative, on peut dire que nous nous trouvons en présence d'une observation dynamique de phénomènes longitudinaux. Le champ d'application reste limité et comme les méthodes sont souvent peu structurées, voire embrouillées, c'est une méthode difficile. Enfin, et en particulier pour l'approche terrain, l'insertion dans l'entreprise reste souvent une source de problème, comme tout ce qui touche à la confidentialité, inséparable du monde bancaire, par exemple. La qualité de la communication financière est souvent ambiguë, dans la droite ligne de la tradition cindynique. Quand le danger apparaît, on veut vite donner l'impression qu'il est déjà parti et trouver des coupables : la juste valeur, Bâle II...

3.2.3 LA COLLECTE DE DONNEES

Pour ce qui est des données primaires, le chercheur crée sa matière et il utilisera des instruments comme les entretiens ou ses propres notes d'observations, qu'il va organiser. Il faudra alors définir la cible : qui sera l'interviewé pour les entretiens ? Parmi les centaines de faits observés, quels seront ceux qui seront significatifs, ceux qui seront répétitifs. Au niveau des données secondaires, c'est le recours à la documentation existante, en plein essor, et à la documentation historique pour bien comprendre ce qui nous a amené à cette transformation du paysage comptable et financier.

3.2.3.1 LES DONNEES PRIMAIRES

Les données primaires sont celles qui sont initiées et collectées par le chercheur dans le but de faire un lien entre la problématique et les résultats obtenus. Ce lien peut être un lien positif, qui corrobore l'hypothèse de départ ou, à l'opposé, négatif, qui infirme l'hypothèse de départ. Dans notre cas, plus l'observation est longue, plus elle est riche et plus elle est porteuse de sens.

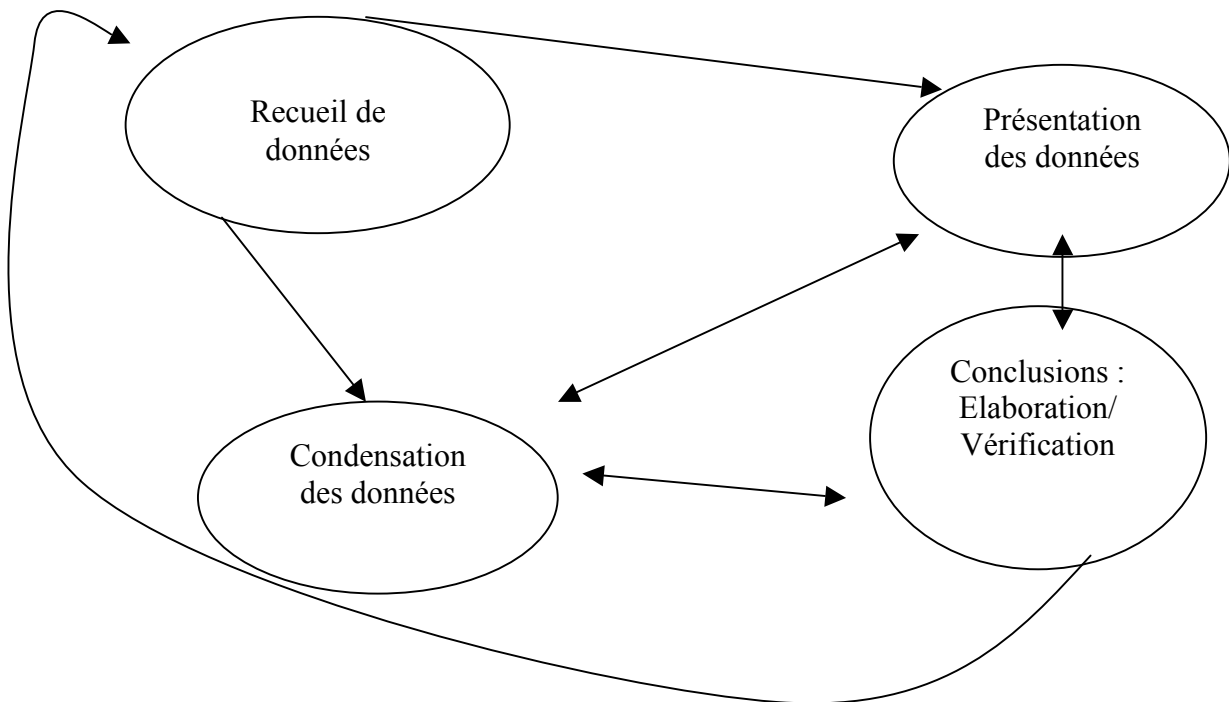
Les données qualitatives sont des mots et non des chiffres. La collecte de ces données est variée : observation, entretiens, extraits de documents, articles. Elles sont plus ou moins « traitées » avant leur utilisation (par la dictée, la frappe, la révision ou la transcription), mais elles n'en restent pas moins des mots, généralement organisés en texte. »(Miles & Huberman 1991).

Ces deux auteurs distinguent trois sortes de flux :

- La condensation des données (transcription des notes de terrain) signifie : élaguer, trier, distinguer, rejeter organiser, en résumé ranger les données.
- La présentation est l'« assemblage organisé d'information, qui permet de tirer des conclusions et de passer à l'action » (Miles & Huberman 1991). Cette présentation prend une forme narrative, mais aussi peut être illustrée graphique, diagrammes, tableaux...conçus pour assembler l'information, et garder l'attention du lecteur.
- L'élaboration/vérification des données : les conclusions peuvent apparaître à la fin, mais sont souvent pressenties dès le début, et elles deviennent vérifiées au cours du travail, ce qui donne sa validité au travail. Cela rejoint aussi le raisonnement hypothético-déductif qui est un de nos points de départ.

Le schéma emprunté à Miles et Huberman illustre notre propos.

3.5 Composantes des analyses des données : modèle interactif¹⁰²



La pensée du chercheur fait une navette entre les quatre pôles du modèle interactif. Il s'agit d'un processus continu et itératif, qui rend compte d'un travail évolutif, non figé et en constante évolution. Mais, comme nous l'avons dit précédemment, l'analyse qualitative est souvent accusée de flou et donc le chercheur qualitatif doit être d'autant plus rigoureux et documenter l'analyse qualitative, sa méthode de travail.

Du cadre conceptuel à la question de recherche, on délimite le champ de recherche de la présente thèse. Son champ de recherche est la crise financière, en relation avec l'IAS 39 et sa juste valeur (ou valeur de marché), les accords de Bâle II- voire d'autres parties prenantes - et les liens, les causalités et les conséquences sur le monde bancaire et financier. Si on va plus loin, on aborde la sécurité bancaire, sous l'angle de l'illusion, et les risques connus et inconnus, dans une approche de science de danger. Et du fait de la question, on va alors s'intéresser à un certain nombre d'acteurs dans une perspective hypothético-déductive.

¹⁰² Figure 1B, p 37 dans Miles et Huberman.

Les grandes différences entre les études qualitatives et quantitatives résident dans la taille des échantillons, qui sont plus petits et dans des cercles plus restreints que ne le font les chercheurs travaillant par sondage. Les sondages politiques se font selon la formule consacrée « Enquête réalisée sur un échantillon de 958 personnes, interrogées par téléphone du ... au ... selon la méthode des quotas ». Les échantillons sont plus orientés que pris au hasard. Enfin, les échantillons de l'approche qualitative peuvent évoluer, comme le laisse prévoir le schéma repris ci-dessus. Le processus itératif donne plus de souplesse et laisse une certaine marge de manœuvre que le chercheur quantitatif ne connaît pas. Les premières rencontres débouchent sur d'autres personnes, comme des représentants des autorités de tutelle ou, comme le dit Bâle II, des délégués du Superviseur national, ou compris comme tel. Sur la liste des personnes interviewées figurent aussi des intervenants des marchés, autrement dit des *traders*. La recherche qualitative est clairement un processus d'investigation, assez proche du métier de détective (Douglas 1976)¹⁰³.

L'échantillonnage suppose que l'on décide non seulement des personnes que l'on va observer ou interviewer mais aussi des milieux, des événements. Et autrement dit, le cadre conceptuel et les questions de recherche déterminent les centres d'intérêt et les frontières à l'intérieur desquelles sont choisis les échantillons : ici les banquiers et les milieux financiers font l'objet d'entretiens, mais pas les chefs d'entreprises cotées. Le lien s'établit entre l'IAS 39, norme comptable qui s'applique aux sociétés cotées et Bâle II qui ne concerne que les banques.

Si l'on sait ce que l'on veut chercher, il faut alors se poser la question du comment. D'un autre côté, l'orientation ne doit pas être excessive, sinon, on va créer un biais. Toujours selon Huberman et Miles, si l'étude est exploratoire, il faut éviter l'instrumentation excessive, les à-priori, qui entraînent trop de biais.

Les interviews supposent un guide d'entretien. La notion de guide est plus souple que la grille, plus rigide, au propre comme au figuré. Le guide est une première feuille de

¹⁰³ In : Miles & Huberman, (2003), *Analyse des données qualitatives*, De Boek Université, p527.

route et il faut le retravailler, jusqu'à obtenir des réponses aux questions. Ce n'est pas parce que l'entretien est semi-directif, qu'il ne faut pas obtenir de réponse claire.

Les auteurs de référence que nous avons choisis recommandent d'établir une fiche de synthèse d'entretien :

- Quels étaient les personnes ou événements impliqués ?
- Quels étaient les thèmes principaux abordés ?
- Quel est le lien avec la problématique ?
- Quelles nouvelles orientations sont générées par l'entretien lui-même ?

Une fois que les entretiens ont eu lieu, les propos retranscrits vont faire l'objet d'un codage ou non. Un code est une abréviation ou un symbole attribué à un segment de texte, le plus souvent une phrase, un paragraphe de la transcription en vue d'une classification. Les codes sont des catégories, ils découlent généralement des questions de recherche. Ce sont des outils d'organisation. Les codes peuvent être descriptifs : RIS-CRE pour risque crédit, mais on peut aussi fonctionner de manière plus interprétative, en organisant RIS-CRE-ID et RIS-CRE-ILL pour risque crédit identifié et risque crédit illimité, donc qui n'est pas sous contrôle. Si on rapporte cela à la crise des *subprimes*, il ressort que les mécanismes de titrisation relèvent de RIS-CRE-ILL. Une troisième utilisation des codes peut vouloir dégager des « LM pour leitmotiv, PAT pour pattern, TH pour thème et LC pour lien causal » (Huberman & Miles).

Les codes se situent à différents niveaux d'analyse et à différents stades de l'analyse. La création de codes est délicate et fastidieuse. Cela consiste à établir une liste de départ avant le terrain. Dans le cas de la présente étude, les notions de sécurité et de risque sont centrales, accompagnées de multiples variables. Il sera finalement décidé de ne pas coder les entretiens.

La cible des entretiens, qui peuvent être informels, est le milieu financier et bancaire : directeurs de banque, *traders* actuels ou anciens intervenants, qui défendent des attitudes fondamentalistes ou, au contraire, sont des ardents défenseurs de l'analyse

technique. Ils se proclament comme tels, car c'est une méthode avec laquelle ils gagnent.

3.2.3.2 LES DONNEES SECONDAIRES

Si les données primaires sont collectées par le chercheur lui-même, les données secondaires existent déjà et le chercheur y fait appel. La littérature et ses approches théoriques font partie intégrante de ce travail. Si l'objet de recherche est particulièrement actuel avec des développements en train de se faire, il n'en demeure pas moins que les notions de crise financière, de risque systémique, les normes IAS et IFRS et les accords de Bâle II font l'objet d'ouvrages et de publications, auxquelles on peut se référer. Même le contexte historique a un intérêt ici pour se replacer dans une perspective qui peut être génératrice d'explications.

Au titre des données secondaires, nous avons fait appel, par exemple, à des sources quantitatives en provenance de deux organismes : le Comité de Bâle avec les QIS (*Quantative Impact Studies*), qui seront explicitées plus loin, et le Secrétariat Général de la Commission Bancaire, avec les *stress tests*. Il y a bien sûr une zone de clivage temporelle : avant et après la crise. Les résultats des *stress tests* ou même des QIS, sont très rassurants avant, et nous confirment dans l'impression d'avoir contribué à l'illusion de sécurité financière après.

3.2.4 CRITIQUE DES SOURCES

La collecte des données, la qualité des données ainsi que leur traitement déterminent l'intensité d'une recherche et sa validité. Il existe toujours des biais, quelle que soit l'approche choisie. Certains diront que les biais sont plus importants dans une approche qualitative. L'approche quantitative serait porteuse même de la quasi-certitude du plus grand nombre. Mais n'est-ce pas là l'illusion, comme nous l'avons constaté avec les études d'impact par exemple, qui montraient qu'il y avait des fonds propres en excédent avant la crise. La recapitalisation indispensable des banques est un démenti fort à cette apparence de vérité. Se sentir protégé par un modèle, par un

vaste échantillon représentatif ne nous a pas empêché de vivre une des plus graves crises financières de l'histoire moderne.

Certains vont jusqu'à dire au contraire, que c'est parce que la magie du chiffre nous assurait que tout allait bien, que nous n'avons pas vu venir le danger. La distribution gaussienne, qui depuis plus de deux cents ans, veille sur les mouvements des marchés, ne résiste pas dès qu'on part sur les extrêmes de la courbe. Les modèles déraillent, les agences de notation confessent des erreurs dès 2007, pouvant aboutir à des surévaluations jusqu'à 60% de certains actifs¹⁰⁴. Les temps sont durs pour les modèles, qui en plus, ne sont pas paramétrés. Mais le modèle qui résout tout existe-t-il ?

Le chercheur qualitatif, par opposition, paraît plus humble et très conscient de ce fameux flou qu'on lui reproche souvent. Mais le chercheur ne cherche pas à expliquer toute la vérité sur un phénomène unique et universel, mais essaye d'apporter un éclairage à un moment donné sur une conjonction d'événements qui ont abouti à une situation donnée.

3.2.4.1 CRITIQUE DES DONNEES PRIMAIRES

L'échantillonnage suit ici la règle du choix raisonné, mais aussi va dépendre des opportunités. En effet, on sent, pour le moment, une grande difficulté des acteurs directs à communiquer clairement. Comme il y était fait mention précédemment, nous allons choisir les personnes que nous allons interroger. Les banquiers, les responsables des risques, mais aussi des hauts commis de l'Etat sont parmi les premières cibles, qui semblent naturelles, parce qu'ils se rattachent directement à la problématique. Des intervenants dans les marchés, des ingénieurs financiers sont aussi parmi ceux qui sont susceptibles de nous apporter un éclairage du terrain, toujours dans la perspective de s'approcher d'éléments de réponse au questionnement de départ. Même si on retient l'idée que « tous les débuts sont difficiles » (Potok 1976)¹⁰⁵, on sent les intervenants

¹⁰⁴ En mai 2008, le *Financial Times* dévoile une erreur qualifiée d'informatique chez Moody's et reconnue par l'intéressé.

¹⁰⁵ Potok C.(1976), *Au commencement*, Buchet-Chastel.

dépassés non pas forcément par la théorie, mais par des contraintes matérielles et informatiques conséquentes.

Un autre obstacle qu'il faudra gérer, c'est le manque de recul. L'intérêt de cette recherche est l'auscultation en quelque sorte d'une actualité financière intense. Mais qui dit actualité, suppose une lecture immédiate qui peut devenir obsolète ou incomplète. Il faudra aussi se dire que les contraintes opérationnelles ont eu des effets pervers tant sur la mise en œuvre des normes comptables et du ratio Mac Donough, ou de celui à créer, que sur les conséquences en matière de gestion des risques.

Le manque de recul est encore plus patent, quand on parle de la crise financière, puisque le débat aujourd'hui se situe au niveau de l'année de sortie de crise. Mais, au fond ce qui nous intéresse, ce n'est pas tant la durée de la crise, que ses origines. Nous nous plaçons en amont. Quels sont les éléments qui ont fait que la crise a pris une telle ampleur ? Quelles sont les règles de gouvernance qui n'ont pas été respectées ? Comment faire pour que cela ne se reproduise plus ou avec une moindre intensité ? C'est une tentative d'explication et d'appréhension d'une réalité complexe. Il a fallu la conjonction de multiples éléments pour justement sortir d'une distribution classique.

3.2.4.2 CRITIQUE DES DONNEES SECONDAIRES

Comme il a déjà été dit, le recours aux approches théoriques est en plein développement. Il y a certes de multiples articles sur les accords de Bâle II, des ouvrages nombreux sur les normes comptables, ainsi que sur la gestion du risque de taux qui est une problématique traditionnelle. La crise financière fait aussi déjà l'objet de nombreux ouvrages. Mais, ce ne sont pas les derniers avatars de la crise qui dégénère en crise de la dette publique grecque, portugaise ou espagnole qui invalideront le problème du manque de recul. La crise n'est pas finie, elle a encore des soubresauts, ou, pour employer un langage sismique, nous vivons des répliques. Les chantiers sont devant nous, aussi bien au plan comptable que prudentiel. La cible visée qui était un système financier et bancaire plus sain, plus sûr et plus transparent est d'ores et déjà manquée.

L'exploitation des QIS et des *stress tests* sont riches en enseignement, mais c'est le point de vue qui a changé. Nous regardons ces résultats avec l'œil de l'historien ou même de l'ethnologue : avant la crise, c'était comme ça. On se retrouve aussi dans l'esprit cindynique : « rien ne sera plus comme avant ». Nous sommes dans « l'après catastrophe » (Kervern 2005).

3.2.4.3 VALIDITE

La validité d'une recherche dépend de la volonté de son auteur à bien se limiter à son objet de recherche. Dans le cas présent, il s'agit de la crise financière et de ses liens avec la juste valeur et Bâle II sur fond de paradoxe et de sciences des dangers.

Cette trame se prolonge, comme la crise elle-même, à travers l'étude des produits structurés, ou titrisation, et des comportements aveugles, sous l'angle de la finance comportementale. Celle-ci remet en cause aussi une partie de l'efficacité des marchés, comme nous l'avons présenté dans le chapitre précédent. La validité fait le lien entre les données et leur analyse avec l'objet de recherche. On finit par analyser le marché qui devient l'épicentre de cette recherche.

La validité est donc d'abord construite. Nous allons analyser, sur le terrain et grâce à l'observation participante, les implications d'une crise financière, dont les seuls coupables ne sont pas l'IAS 39, ni même Bâle II, même si la conjonction des deux a sûrement contribué à l'embrasement. Mais, le risque systémique que nous avons connu va au-delà : les crises financières sont régulières et nous avons tous une faculté d'oubli remarquable (Galbraith 1992, Shiller 2008 et 2009, Read 2009...). C'est un peu cette plongée dans le passé pour dénoncer des travers répétitifs que nous allons opérer. Les intervenants vont vivre et revivre un vécu pour dégager des recommandations de gouvernance bancaire.

La validité interne tisse une relation entre la théorie qui a inspiré l'harmonisation financière et les conséquences qu'il y a au niveau pratique sur l'état du monde bancaire aujourd'hui. Nous poserons comme hypothèse que les modifications des règles comptables et prudentielles ne sont ni neutres, ni complètement poreuses, quant au développement de la débâcle bancaire, alors qu'on pensait que tous les dispositifs

sécuritaires avaient été mis en place, justement pour éviter, voire maîtriser un risque systémique.

Enfin, si l'on considère la validité externe, à savoir la possibilité de généraliser les résultats obtenus, encore une fois, il faut reprendre l'idée de validité initiale, puisque les travaux commencés se veulent limités dans le temps et dans l'espace. Il s'agit d'étudier l'aspect bancaire de la crise, alors que d'autres secteurs souffrent comme l'industrie automobile. Mais tel n'est pas notre propos. D'autre part, nous nous focaliserons sur le début et l'amplification de la crise. Dans l'effet papillon, c'est le premier bruissement d'aile qui va déclencher l'effet du même nom.

3.2.4.4 PRECISION ET RECURRENCE

Compte tenu d'un certain nombre de handicaps déjà mentionnés, comme le manque de recul, l'accent va être mis sur la volonté d'obtenir des explications logiques en provenance du terrain et d'essayer de remplir le critère de récurrence. Mais la qualité d'une observation longue et riche donnera un éclairage intéressant, même s'il est limité, sur une crise qui n'en finit plus.

Et pour conclure sur ce long développement épistémologique et méthodologique, il faudra garder cette posture positiviste aménagée qui consiste à observer activement une réalité qui se construit, tout en restant objectif. Il est temps de rentrer dans l'observation participante en exposant les apports et recommandations que nous pouvons en tirer.

CHAPITRE 4

LES APPORTS ET LES RECOMMANDATIONS

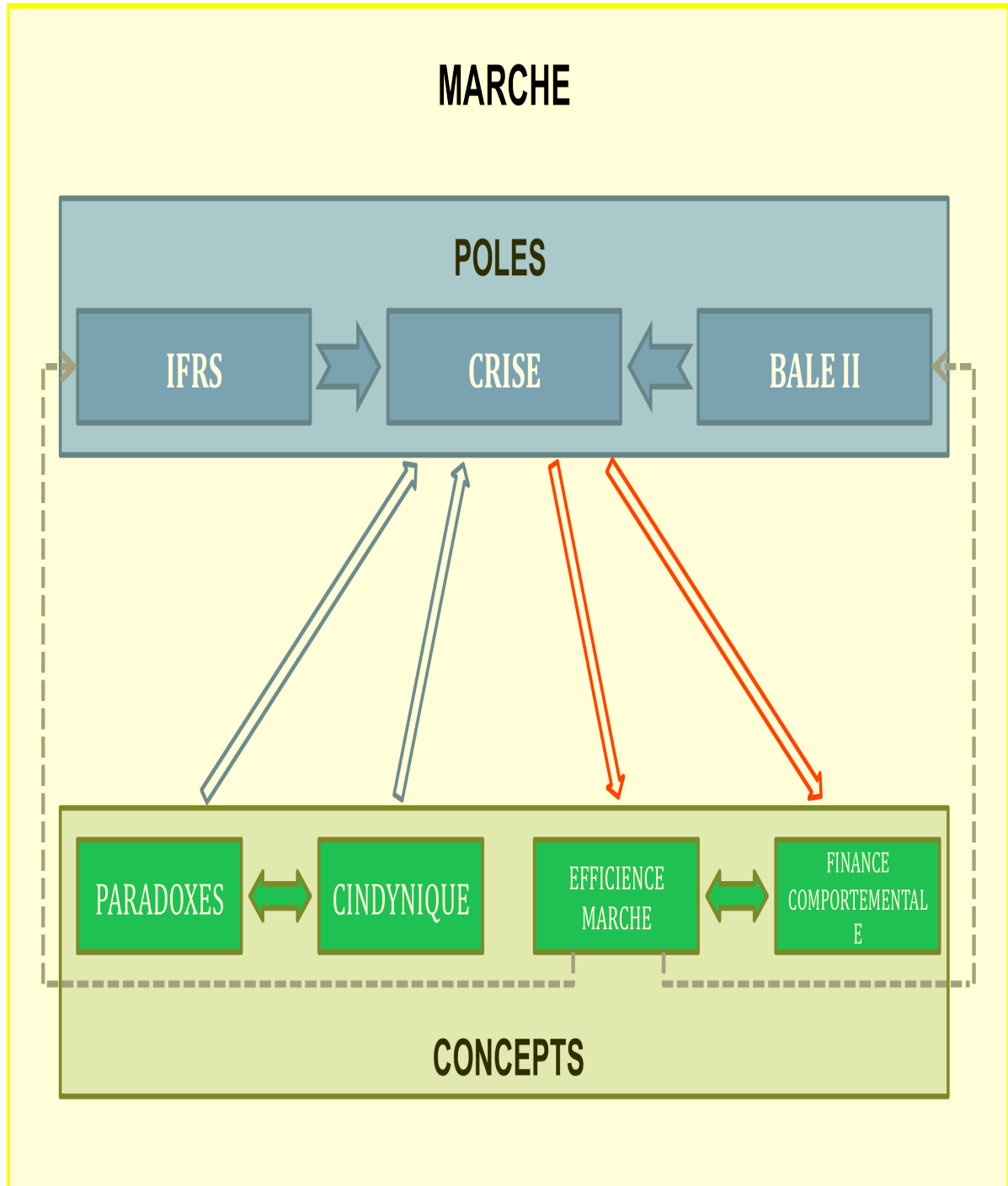
*« Le hasard n'est que la mesure de notre ignorance »
H.Poincaré*

Le chercheur en finance se doit de surveiller son environnement surtout quand il est mouvant, c'est ce que nous avons tenté de faire tout au long ce travail. Nous abordons le cœur de cette recherche dont le point de départ remonte aux temps où l'auteur était dans les marchés et a vécu d'autres crises. Ces moments qui s'inscrivent dans une histoire financière récente participent aussi à l'explication des événements que nous venons de vivre. C'est grâce à l'observation et parce que il y a eu observation, que nous avons voulu encore plus comprendre le pourquoi de la crise, en apportant une modeste contribution et en dégagant des apports et des recommandations surtout pour les directions générales des banques. Ce sont toujours les mêmes comportements, qui débouchent sur les mêmes erreurs avec l'amplification de la globalisation et de la titrisation dégénérée, sur fond de nouvelles réglementations comptables et prudentielles. Nous allons voir que les notions de paradoxe et de cindynique, entendue comme la gestion des risques, peuvent aussi intégrer le décor de notre terrain, à travers l'analyse que nous allons faire. Nous allons aussi retrouver le concept d'efficiencia, hantée par les esprits animaux, pour arriver à nous dire que le marché et son appréhension est au cœur de toutes nos préoccupations.

Nous verrons donc dans un premier temps, les apports de l'observation participante en justifiant le choix, en démontrant l'organisation de la réflexion et surtout en soulignant bien la portée managériale de la démarche. Dans un second temps, nous aborderons les recommandations qui vont s'inscrire dans ce qui est en train de se faire tant au plan de chaque présumé coupable de la crise que du point de vue de la gouvernance.

Nous reprenons, sous forme de schéma, les trois pôles de notre problématique : la juste valeur, Bâle II et la crise, avec les quatre concepts que nous avons manipulés tout au long de cette recherche : les paradoxes de tranquillité, de crédibilité et de sécurité, la cindynique, l'efficience des marchés et « les esprits animaux ». Nous avons voulu visualiser les liens que nous avons établis et démontrés, en replantant le décor de notre problématique: le marché et le *conundrum* qu'il représente.

*4.1 Les pôles et les concepts de la problématique
replacés dans la perspective du marché*



4.1 LES APPORTS

Comme évoqué précédemment, il est temps d'approfondir le terrain et de justifier par là même le choix de l'observation participante ou encore participation post observante. Il convient de se poser quelques questions clés. Dans un premier temps, nous allons donc justifier l'observation participante, puis, en quelque sorte, nous la déroulerons pour aborder les apports qui en découlent.

4.1.1 JUSTIFICATION DE L'OBSERVATION PARTICIPANTE

Il est donc indispensable de commencer par répondre aux questions et de l'observation et de la participation. Puis, nous verrons comment s'est organisé le travail.

4.1.1.1 LES QUESTIONS DE L'OBSERVATION ET DE LA PARTICIPATION

Qu'est ce que l'observation ? Tout dépend de la relation observateur-participant (Groleau 2003)¹⁰⁶. Junker, en 1960, repris par Peretz en 1998, identifie quatre statuts dont les critères sont principalement le degré de participation et le dévoilement de l'identité du chercheur.

- 1) Le participant complet participe pleinement aux activités du groupe sans dévoiler son identité de chercheur. Le chercheur se fait employer par la firme étudiée. Le chercheur est intégré. Se pose alors un problème d'éthique : cette technique est alors employée plutôt dans des milieux fermés et clandestins.
- 2) Le participant qui observe divulgue son statut de chercheur. Il travaille avec le groupe qui connaît son statut.
- 3) L'observateur qui participe est un chercheur identifié, mais il ne participe que de manière occasionnelle aux activités. Il ne travaille pas de manière régulière dans la firme. Il n'est pas employé par la firme étudiée.

¹⁰⁶ Dans « Conduire un projet de recherche », coordonné par Y. Giordano, p 211-244.

4) L'observateur complet est un chercheur qui observe sans avoir de contact direct avec les sujets de recherche.

Selon Gold en 1969¹⁰⁷, chacun des statuts identifiés est associé à une tension qui découle de la combinaison des rôles d'observateur et de participant qu'occupe le chercheur. Le danger d'identification par exemple peut constituer un biais.

Quoi observer ? Le chercheur va devenir le témoin de comportements, d'interactions, de paroles... qui vont devenir des données de recherche. Par exemple, s'intéresser aux processus d'interprétation de la réalité mis en œuvre par les membres de l'organisation dans le cadre de l'exécution de leurs activités quotidiennes. Mais aussi les événements peuvent être mis en relation les uns avec les autres pour dévoiler le fonctionnement d'un système. L'observation n'est pas forcément associée à un paradigme, mais est plutôt neutre. La conduite de l'observation passe par le choix et la négociation d'accès au site. Dans le cadre de la présente recherche, il s'agit de banques et de marchés. Donc il faut délimiter son observation à un terrain bien précis.

Qui observer ? les intervenants de marché et les marchés eux-mêmes, dans leur relations avec le superviseur national et les autorités de régulation. Dans la relation observateur-observé, il faut de la confiance. Dans le cas présent, sans savoir que l'auteur était observateur, il a fallu gagner la confiance (femme et jeune), démontrer une certaine expertise et du professionnalisme. Les relations sur le terrain sont importantes, parce qu'elles influencent la qualité des données recueillies. Pour cette recherche, il peut y avoir un biais, puisque l'observation est éloignée dans le temps par rapport à la rédaction. L'auteur est parfaitement conscient de cette faiblesse. Cependant, des notes ont été collationnées pendant la période d'observation et conservées. Les entretiens de personnes sur les marchés aujourd'hui autour d'une table de trading par exemple, cette fois-ci uniquement en tant qu'observateur, peuvent atténuer ce défaut. Le fait d'être aussi conscient de cet inconvénient rend relatifs certainement les résultats. Mais, nous sommes dans une démarche qualitative et à notre échelle, celle de l'observateur, nous allons pouvoir dessiner une ligne entre des observations particulières, passées et

¹⁰⁷Dans « Conduire un projet de recherche », coordonné par Y. Giordano, p 211-244.

présentes, et des comportements plus généraux à classer dans la rubrique des esprits animaux et des concepts que nous avons abordés précédemment.

Comment évaluer la qualité du travail de recherche ? Selon Deslauriers en 1991,¹⁰⁸ quatre critères sont à prendre en compte : la crédibilité, la fiabilité, la validation et la transférabilité. Qui dit crédibilité, dit vraisemblance des données et rigueur de l'observateur. La fiabilité sous-entend la fidélité. La validation est la reconnaissance par des experts ou des professeurs. Quant à la transférabilité, elle suppose une validité externe, doublée d'un pouvoir explicatif.

UN TRAVAIL ORGANISÉ

« L'observation est un mode de collecte des données par lequel le chercheur observe de lui-même, de visu, des processus et des comportements, se déroulant dans une organisation, pendant une période de temps délimitée. » Cela constitue une alternative à l'entretien par exemple. L'observation peut être de deux types : interne ou externe, avec des degrés divers et rejoint ainsi la typologie de Junker (1960, repris par Peretz 1998).

Pour ce qui est de l'observation participante, nous avons le participant complet ou selon Douglas (1976)¹⁰⁹ une participation dissimulée, où l'on retrouve le problème éthique. Dans un degré moindre, le participant observateur est un compromis, mais il n'est pas dans une position neutre vis à vis des sujets-sources de données primaires. L'observateur qui participe assure le maintien de la neutralité et son comportement sera déterminant dans la réussite de l'entreprise.

Pour l'observation non participante, on distingue celle qui est non systématique ou « flottante » (Evrard & alii 1993)¹¹⁰ et celle qui est systématique. Dans le premier cas, cela peut être une étape liminaire à la recherche, ou le moyen de collecter des indicateurs non verbaux, comme une gestuelle par exemple. L'observation

¹⁰⁸ In Hlady Rispal M. (2002), *La méthode des cas : application à la recherche en gestion*, De Boeck Université, Bruxelles.

¹⁰⁹ In : Miles & Huberman, (2003), *Analyse des données qualitatives*, De Boeck Université.

¹¹⁰ In Hlady Rispal.

systématique consiste à mener des observations en adoptant un dispositif de collecte et d'analyse amené à se reproduire, qui va supposer une définition préalable.

Dans l'analyse qualitative, il existe une impérieuse nécessité pour le chercheur d'être flexible (Girin 1990)¹¹¹. Mais alors le risque de contamination des données est réel, accompagné du risque de perte du chantier de recherche, et dans le cas présent, le biais du passé, avec le recul qui peut amener une relecture dirigée des événements. La contamination est l'influence exercée par un acteur sur un autre, qu'elle soit directe ou indirecte. Au cours de cette observation, l'auteur doit faire un effort de décontamination, pour isoler les axes de recherche et ne pas réécrire le passé.

Dans le chapitre précédent, nous avons déjà justifié le choix de l'analyse qualitative, mais nous pouvons revenir brièvement sur les trois postulats tels que Wacheux (1996) les expose, en particulier dans la perspective de l'observation participante.

1. Pour comprendre un phénomène, il faut être attentif à l'ensemble des manifestations, des significations et des valeurs du fait social total.
2. Dans la réalisation d'un projet, le chercheur est confronté à un double dualisme, entre l'objet et l'observateur, entre l'observateur et les acteurs. L'observateur et les acteurs sont dans une relation transactionnelle pour construire une connaissance (Devereux 1967)¹¹².
3. La finalité reste la production d'un « théorique émergent » (Glaser et Strauss 1967)¹¹³.

L'observation peut être riche de sens : la présence du chercheur sur le terrain et la possibilité de voir des phénomènes ou d'y participer produisent souvent des travaux féconds. Il faut cependant être très attentif, il faut être impliqué sans s'impliquer (Mucchielli 1991)¹¹⁴.

¹¹¹ In Hlady Rispal.

¹¹² In : Wacheux F. (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en Gestion*, Paris, Economica.

¹¹³ In : Wacheux F. (1996).

¹¹⁴ Wacheux F. (1996).

Nous pouvons évoquer ici un certain nombre d'arguments en faveur de l'observation participante (Wacheux 1996). Le chercheur fait partie de l'objet qu'il étudie. Eliminer sa présence revient à nier la possibilité d'une recherche de l'intérieur. Puis, il faut bien avouer que la distanciation avec les sujets sur le terrain introduit une fausse objectivité.

En résumé, on peut affirmer que l'observation participante contribue à réduire la distance entre les sujets et l'objet de la recherche. D'autre part, la simple attention du chercheur ne provoque pas artificiellement des données. Mais, encore une fois il faudra beaucoup de rigueur, car les biais sont là et entre autres l'empathie.

L'entretien et l'observation participante (ou pas) rentrent dans la rubrique recueil des données. Si l'on reprend le tableau de Wacheux¹¹⁵, en y rajoutant une colonne pour introduire le cas de l'auteur, nous arrivons à la feuille de route suivante.

¹¹⁵ In Wacheux, tableau 7 p 215.

4.1 *L'observation participante pour la présente recherche*

Six étapes	Contenu	Durée	Le cas présent
Négociation	Trouver une organisation.	Plusieurs mois	Réalisé, plusieurs années sur le terrain.
Entrée	Apprendre à communiquer avec les acteurs sur le terrain et comprendre les déterminismes du contexte.	2 à 3 semaines	Réalisé ; puisque participant avant d'être observateur.
Observation	Réaliser effectivement la collecte de données et pratiquer des micro analyses.	De quelques mois à plusieurs années.	15 ans de marché.
Terminaison	Arrêter l'observation lorsque les critères de saturation et de complétude sont atteints.	Négocier la sortie du terrain.	Déjà opérée.
Analyse	Proposer un système descriptif compréhensif ou explicatif de la réalité vécue	Variable	Tout à fait possible : Le lien avec les concepts, en particulier HEM ¹¹⁶ , finance comportementale et avec la problématique.
Retour au terrain	Soumettre aux acteurs les résultats et enregistrer leurs réactions	Processus itératif sur plusieurs semaines avec des intervenants sur le marché.	Fait en 2010.

Source : d'après Wacheux et adapté à la présente recherche.

¹¹⁶ Hypothèse d'efficience des marchés.

Trois dangers guettent le chercheur participant : être plus acteur que chercheur ; l'aléa du regard aboutit à une sélection des faits ; plus l'implication est grande, plus le risque de déformation grandit.

Par contre, l'avantage d'une observation à posteriori permet une plus grande synthèse. Une observation concomitante à la participation tend à produire des tonnes de micro analyses : on se noie dans le détail au détriment des faits importants. Le recul peut être un biais, mais aussi un avantage (Annexe 3A). Enfin, compte tenu du temps écoulé, on ne peut pas craindre une quelconque clause de confidentialité. Aussi, comme il faut que l'observation s'appuie sur des principes de neutralité et d'objectivité (Plottu & Plottu 2009), le fait que l'observation ait eu lieu il y a quelques années, peut constituer un biais, avec la tentation de refaire l'histoire, mais aussi satisfaire les deux principes susmentionnés : on est moins dans la passion du moment et du marché.

4.1.2 L'OBSERVATION PARTICIPANTE

Si nous devons suivre le plan proposé par Henri Peretz (1998), dans « *l'Observation participante* », on peut adapter le plan, dans le cadre de ce design de recherche, en commençant par l'introduction et la définition de la situation observée. Puis, nous allons décrire les conditions de réalisation avec la description du terrain et le contexte historique, les contraintes économiques, la culture du milieu... Enfin, les résultats proprement dits ainsi qu'une confrontation avec le terrain nous amèneront logiquement à la conclusion qui nous permettra de mesurer ce que nous savions avant l'observation et après. Jusqu'où peut-on aller dans les leçons tirées de cette expérience ? Quelle en est la portée managériale ?

4.1.2.1 L'INTRODUCTION

L'introduction de l'observation porte sur la définition de la situation observée et des circonstances dans lesquelles s'est déroulée cette observation. L'auteur a été longtemps

intervenant sur les marchés financiers dans de grandes institutions bancaires, dans différents pays et à des moments importants de l'histoire financière récente. Les détails du parcours professionnel de l'observateur sont repris en annexe 1 avec les titres des fonctions exercées.

En effet, elle a été présente sur les marchés dès le début des années 80, et particulièrement sur le marché des changes où, à cette époque post Herstatt, de grosses bulles irraisonnées se sont créées, uniquement sur l'engouement politique de l'élection de Ronald Reagan par exemple. Nous développerons plus avant les temps forts de l'époque. Mais ce qui est intéressant, c'est d'essayer de comprendre les dérapages actuels au vu de ce long vécu. Ces dérapages reproduisent des comportements assez similaires, mais amplifiés du fait des volumes, des enjeux et des instruments traités, qui présentent un fort effet de levier. La période d'observation s'étend donc de 1980 à 1995.

Des ouvrages récents de la littérature-anglo saxonne reviennent sur les crises financières qui ont émaillé les 80 dernières années. Shiller (2008) s'appuie essentiellement sur la Grande Dépression d'après 1929, pour préconiser toute une série de remèdes : il compare la lenteur passée, couplée avec une efficacité pérenne, en opposition à la rapidité d'action aujourd'hui, peut-être nettement insuffisante. Ce rappel constant à 1929 montre bien que cet épisode fait partie de notre mémoire collective (Galbraith 1992). Mais Shiller va appeler, entre autres, à développer le champ des produits dérivés en marchés organisés pour défendre ces derniers. Dérivé n'est pas forcément structuré, encore moins quand les dérivés se traitent sur des bourses, qu'ils permettent de partir à la baisse et de ne pas subir la chute des marchés. De plus, la chambre de compensation est là et veille à la liquidité des instruments. Nous sommes sur des marchés à somme nulle, toutes les pertes payent tous les profits. Nous reviendrons sur ces arguments un peu plus loin. Shiller insiste aussi sur le fait qu'une des grandes différences par rapport à il y a trente ans, c'est que le niveau d'éducation des protagonistes de marché était bien sûr complètement différent. Rares étaient les universitaires. Nous devions être deux dans ce cas-là en 1980 dans le *dealing room* de la plus grande banque luxembourgeoise. Après la création du MATIF¹¹⁷, la bourse des produits dérivés français, aujourd'hui

¹¹⁷ Marché à terme des instruments financiers de Paris, il y avait aussi le MONEP pour les contrats et options sur indice.

absorbée, via Euronext, par le LIFFE¹¹⁸, les salles se sont peuplées de polytechniciens et docteurs en mathématiques, sur les *desks options* principalement. Pourtant des auoditactes subsistent (Annexe 2B).

Relater son vécu ne peut être intéressant que si on se place dans une perspective historique pour vouloir mieux appréhender les données du problème aujourd'hui et pouvoir avoir une portée managériale tant au niveau des banques que dans le cadre d'une réflexion de gouvernance globale. Ce n'est pas pour autant une chronique du temps jadis, réactualisée à la mode d'aujourd'hui. Il existe des phénomènes de marché et des attitudes qui se reproduisent au-delà des années comme nous l'avons déjà signalé au travers des «esprits animaux» (Akerlof & Shiller 2009). La finalité d'une participation est double, elle est d'abord pragmatique (Plottu & Plottu 2009) et aboutit à une appropriation de la crise par exemple : nous voulons comprendre la crise dans les marchés que nous connaissons bien et partager ce questionnement. La finalité est aussi « émancipatrice », toujours selon les mêmes auteurs, puisqu'elle vise à rendre certains acteurs autonomes par rapport à leur salle des marchés et d'autres, émancipés par rapport à leur addiction qu'est le jeu dans les marchés. Nous verrons un peu plus loin à quel point on peut parler d'addiction.

4.1.2.2 CONDITIONS DE REALISATION

Le terrain a été choisi en fonction du milieu professionnel où a évolué l'auteur dès le début des années 80. C'est donc des banques à forte connotation internationale et avec une salle des marchés, une délégation de spéculer durant la journée (en *intra day*) et avec des autorisations limitées en *overnight*. Une première période se situe dans une grande banque au Luxembourg, la seconde dans la dernière filiale d'un grand groupe nordique qui s'est établit à Paris (Annexe 1). La dernière étape du parcours bancaire de l'auteur n'est plus dans les salles, mais plutôt dans l'envers du décor puisque responsable crédit dans une grande banque hypothécaire en Belgique. Elle ne sera pas incluse dans la présente étude.

¹¹⁸ London International Financial Futures and Options Exchange.

Les postes occupés successivement ont été cambiste, chef cambiste d'un desk de Forex avec huit opérateurs (comptant, terme clients et billets). Puis, l'étape suivante a été la création d'un desk futures, options et IRS¹¹⁹, le premier desk de ce genre sur la place de Luxembourg. Enfin, à Paris, la fonction la plus importante a été la direction d'un *dealing room* de petite taille avec intervention sur les marchés de taux, courts et longs, les marchés des changes, le MATIF et les titres de créances négociables.

Dès cette époque, l'auteur a commencé à prendre des notes sur des cas saillants et écrit des remarques quant à la notion de risque, d'exposition au risque et de spéculation. Le contact avec les gens de marché n'a jamais été brisé, même si la fonction de *front office* n'est plus occupée depuis un certain temps.

4.1.2.3 LE CONTEXTE

Le contexte organisationnel est le rapport avec le risque replacé historiquement dans des moments de tension sur des marchés avec des produits sophistiqués.

Les observations se sont passées au Luxembourg et à Paris (Annexe 1), mais aussi au départ de tous les grandes villes avec des centres financiers, dans certains cas, dans des pays multicentres : la Suisse, par exemple est un pays, où Genève, Lausanne, Bâle, Zurich et Lugano sont des villes extrêmement actives sur des créneaux différents avec des clientèles, parfois rattachées à un environnement culturel et linguistique très ciblé.

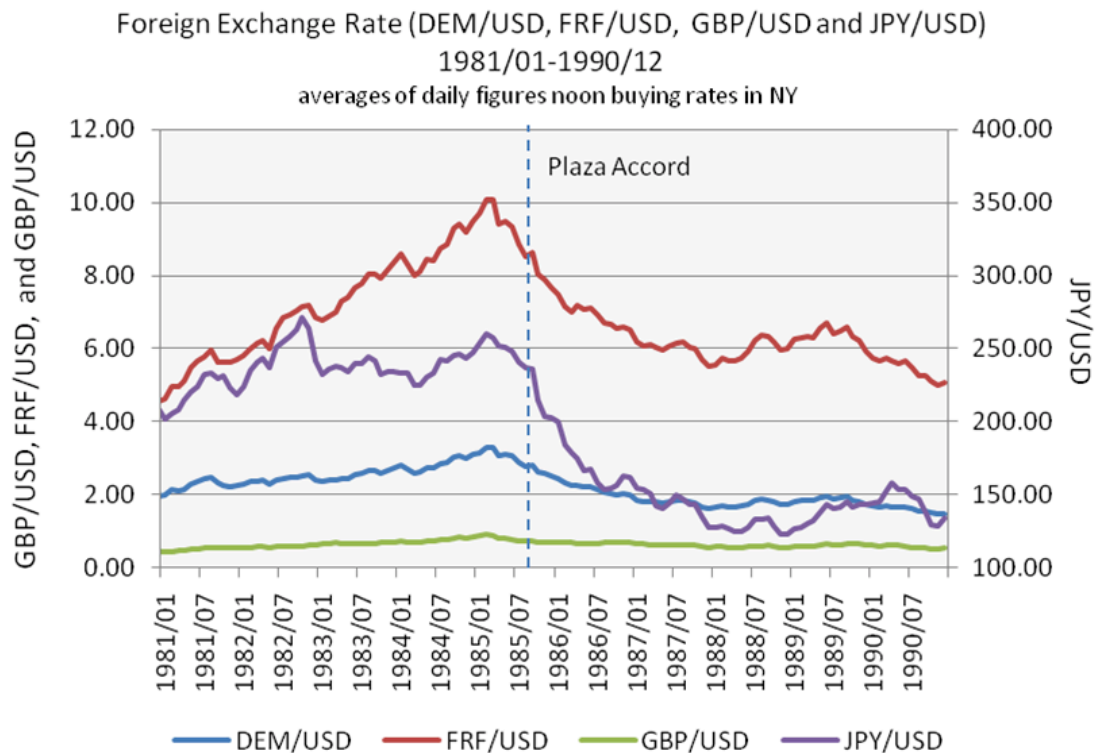
Historiquement la plus grande partie de l'observation s'est passée dans les années 80-90, en résumé avant l'Euro, en tant que monnaie unique, au moment de la naissance de l'ECU. Trois temps forts se dégagent : le traumatisme post Herstatt, les grands mouvements sur le dollar couplés avec des fluctuations des devises, comme les dévaluations du franc français, particulièrement entre 1981 et 1983, et enfin la naissance d'une monnaie européenne, qui va aboutir à l'Euro.

¹¹⁹ IRS : *Interest Rate Swaps*

Dans la période postérieure à la faillite de la banque allemande, les marchés sont extrêmement marqués par ce scandale qui a été déterminant dans la création du Comité de Bâle et pour la nécessité d'encadrer l'activité bancaire, au plan international. La consultation des lignes de crédit entre banques devient une obligation, même si on est loin d'une information en temps réel. Tous les matins, on reçoit des listings kilométriques, avec l'indication des encours entre banques et par pays. Les technologies vont vite venir au secours du contrôle des risques, car sans cette avancée gigantesque, le risque et sa mesure sont extrêmement difficiles à observer de manière efficace et rapide. Les agences de notation jouent déjà leur rôle d'avertisseur, et même si les données ne sont pas en temps réel, les réactions dans les salles de marché sont, elles, immédiates. A titre d'exemple, la crise économique au Mexique en 1982 a traversé les salles de marché à la vitesse de l'éclair, sous l'impulsion de communiqués des agences de notation et des agences de presse en général. Toutes les opérations avec ce pays ou avec les succursales d'origine mexicaine ont été suspendues : les directions générales et de *dealing room* ont été extrêmement réactives. La présence des écrans Reuters dans les salles avec les alertes d'actualité a évidemment contribué à la dissémination des nouvelles.

Cette période est aussi riche en événements financiers majeurs. L'élection de Ronald Reagan en novembre 1980 et son arrivée au pouvoir en janvier 1981 déclenche un mouvement haussier sur le dollar, qui s'avérera une tendance de fond pour les années à venir, sans pour autant être liée à des fondamentaux réalistes. Cette hausse du billet vert semble ne jamais devoir s'arrêter et ce sont les premières interventions concertées de banques centrales en 1984. En effet, les banques centrales des puissances occidentales s'unissent pour frapper un grand coup et stopper le dollar (Annexe 3B). Les banques centrales européennes sont appuyées et relayées par la *Federal Reserve* américaine, pourtant peu encline à intervenir. Tout comme en 2008, les plans de sauvetage, si nécessaires, peut-être éphémères, ne sont pas dans la culture américaine. Le coup de semonce est entendu un temps par les marchés, mais cela ne dure pas. Quelques mois plus tard cette première intervention, le dollar monte encore plus haut, ainsi que le montre le graphique ci-dessous.

4.1 Evolution des principales devises 1981-1990



source: Federal Reserve Bank of St. Louis

Une fois l'effet de surprise passé, les marchés vont se laisser de moins en moins impressionner par ces interventions et on peut faire, à ce stade une première remarque, que nous reprendrons plus loin : les banques centrales n'ont pas à l'époque les moyens d'inverser une tendance. Ce n'est que lorsque les politiques, en s'appuyant sur les fondamentaux, s'en mêlent que les marchés vont partir en sens inverse. Les accords du Plaza en septembre 1985, entre les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Japon et le Royaume-Uni affirment la volonté des participants de faire baisser le dollar. Le but est de diminuer le déficit commercial américain. Le message, politique d'abord, est alors porteur de sens et donc se trouve entendu par les acteurs. De même, deux ans plus tard, les accords du Louvre, vont mettre fin à la baisse du dollar pour des raisons économico-commerciales.

D'autres mouvements sur les devises vont agiter les marchés des changes et de taux, en particulier à l'intérieur du système monétaire européen. Le franc français dévalue, le mark allemand est réévalué régulièrement avec des vagues de spéculation sans

précédent et des taux qui deviennent une arme très efficace. En 1983 lorsque le franc français dévalue encore une fois, ce sont les trésoriers qui vont essayer de lourdes pertes (Annexe 3C). En effet, la banque de France a asséché le marché des liquidités en Eurofrancs. Les taux d'intérêt de *l'overnight*, ou jour le jour, flambent. Les positions à la baisse en franc et à la hausse en mark, même si elles gagnent en change, vont coûter très cher en trésorerie. Le mark rapporte du 4% et le franc français pendant quelques jours va coûter plusieurs centaines de pourcents, voire plus.

C'est dans ce contexte hautement volatil, que les premières opérations en ECU (*European Currency Unit*) vont se réaliser. Les poids de chaque devise et de toutes les devises des Etats-membres, y compris la livre Sterling, exprimées contre dollar sont communiqués par la Commission Européenne. Les cours sont rentrés au départ dans une simple calculatrice et la durée de l'opération est extrêmement longue. Il faut mettre les cours contre dollar et si les marchés bougent beaucoup, lors de l'opération, il faut tout recommencer, sinon le cours est faux. Les premières opérations en monnaie composite, qui allait devenir l'Euro et la monnaie unique d'une grande partie de l'Europe, ont été extrêmement laborieuses.

D'autre part, il peut être fait mention d'un épisode qui peut néanmoins illustrer l'efficacité des marchés (Annexe 3D). A l'époque, la Belgique vit avec deux francs belges : l'un est le franc belge convertible et l'autre le franc belge financier. Ces deux devises, qui relèvent des autorités monétaires d'un même pays, ont été mises en place pour répondre à des préoccupations économiques et financières. Ajouté à cela, le franc belge circule aussi au Luxembourg, puisqu'il existe une union monétaire entre la Belgique et le Grand-Duché depuis 1935, elle-même liée à un traité d'union économique signé en 1921. Le franc belge convertible (BEC) est la monnaie des opérations commerciales et c'est cette devise qui fait partie des accords officiels type système européen. Le passage d'un marché à l'autre est interdit et d'ailleurs le BEC se traite sur le marché réglementé. Le nom même est à l'image des formalités à remplir. Le franc belge financier (BEF), lui, est dédié aux opérations financières et n'est pas contrôlé par les autorités, donc hors système européen par exemple, et se trouve sur le marché libre ou financier. La conséquence est simple, les fluctuations sur le marché financier ne sont pas limitées par les barrières virtuelles du SME. De plus, les banques

allemandes au Luxembourg avaient la possibilité de publier leur bilan de filiales luxembourgeoises, soit en franc belge (BEF) soit en mark. Quand elles choisissaient de convertir leur bilan en mark, les mouvements sur le franc belge financier étaient très importants. La spéculation se passait principalement sur le marché libre. Quand le franc belge convertible a été dévalué en 1982 avec pour corollaire la rigueur, la pression sur le BEF était forte et l'écart entre les deux marchés était au-delà de 3%.

Pour revenir à l'ECU, la question s'est posée de savoir quel franc belge introduire dans la composition du panier. L'interrogation n'est pas innocente, puisque, lorsque l'écart était important, malgré le faible poids du franc belge à l'intérieur du panier, l'ECU contre dollar au marché libre et l'ECU contre dollar au marché réglementé étaient différents. Les partisans de mettre le BEC dans l'ECU quelque soit le marché arguaient que seul le franc belge convertible était officiel, sans distinction de marché libre ou officiel. L'argument des autres était de dire, si on éclate le panier, ce qui était permis, on se retrouve avec du BEC sur le marché libre ce qui était strictement interdit. L'éclatement était la technique qui consistait à traiter en ECU, mais de demander au *back office* d'effectuer le paiement des devises, correspondant aux poids de chaque devise présente dans l'ECU. La manœuvre était extrêmement lourde, mais pendant les premiers mois, pratiquement la totalité des transactions en ECU étaient démontées. Après la devise, même si elle n'était que scripturale, a pris son autonomie.

Donc, pendant cette période où les autorités monétaires sont restées silencieuses sur le fait de savoir quel franc belge il fallait mettre dans le panier de l'ECU, les banques ont joué l'arbitrage entre les deux camps. On achetait l'ECU contre dollar chez les uns et revendait chez les autres, au passage, on gagnait quelques milliers de dollars sans risque. D'ailleurs ces transactions n'étaient pas limitées qu'au seul Benelux, mais d'autres intervenants géographiques avaient réalisé l'opportunité de gain facile. L'écart, face à cette vague d'aller-retour, dans un marché extrêmement étroit, a diminué. Nous sommes bien en pleine efficience des marchés. Ajouté à cela, les autorités monétaires, alertées par les protagonistes, à savoir les grandes banques belges et luxembourgeoises, ont tranché : le franc belge est bien le convertible et pour contourner la difficulté d'avoir du BEC sur le marché libre, il a été interdit d'éclater le panier.

Maintenant que le contexte historique est posé, il convient d'arriver à des conclusions tirées de l'observation participante de manière plus fondamentale, qui doit en fait être entendue comme un test de la réalité. On n'est plus dans la théorie, mais sur le terrain et c'est parfois ce terrain qui infirme la théorie de l'efficience des marchés et fait émerger d'autres approches. Nous vivons le falsificationnisme de Popper, puisque la théorie de l'efficience va se trouver infirmée (Voir annexe 2E) et la distorsion du prix des actifs). Popper aurait donc dit que si la théorie de l'efficience est falsifiable et a été falsifiée, elle ne peut plus prétendre à être scientifique. Si on va un peu plus loin, nous allons voir que toutes les approches cohabitent sur les marchés et même mieux elles arrivent à cohabiter chez la même personne, ce qui est troublant, mais ne simplifie pas du tout l'approche marché de notre environnement comptable et réglementaire.

4.1.3 LES APPORTS

Au bout du compte, quelles sont les leçons à tirer de toutes ces années et quel en est l'intérêt ? C'est d'abord une meilleure compréhension de ce qui se passe dans une salle de marchés. A entendre les commentateurs, les marchés prennent les allures d'un monstre sans visage et les spéculateurs, animés par une avidité sans limite, n'ont pas de cœur. Pour avoir été dans les *trading rooms*, ce sont souvent des gens ordinaires, parfois certes avec un ego surdimensionné, le goût du jeu et du risque et une certaine résistance à la pression nerveuse. Nous allons voir dans un premier temps comment travaillent les intervenants de marché et, grâce à certains nombres d'épisodes, illustrer à quel point le *trader* est multiple dans ses décisions (Annexe 2 dans son ensemble). Et il en va de même pour tous les participants. Puis, nous replacerons ces attitudes dans la perspective de crise et nous envisagerons un début de piste avant d'aborder un peu plus loin les recommandations proprement dites.

4.1.3.1 DU FONCTIONNEMENT DES MARCHES

Le marché est une énigme pour beaucoup et ses fluctuations semblent parfois incompréhensibles. C'est aussi un défi : comment battre le marché, et est-il

imbattable ? Si l'on se replace par rapport à notre problématique et à la trilogie qui la sous-tend, normes comptables, règles prudentielles et crise financière, le marché est au centre des réflexions. La juste valeur est une valeur de marché, le pilier 1 fait la part belle au risque de marché et enfin la crise financière a pour décor principal les marchés. On ne peut pas parler de la crise financière, ni essayer de la comprendre sans parler des marchés, ce lieu où l'offre et la demande se rencontrent, qui fait penser à un immense jeu de roulette où les joueurs ne misent pas leur argent mais celui de la banque et donc des clients. D'ailleurs, que ce soient des lieux physiques ou des négociations de gré à gré, le challenge est de trouver l'actif qui va gagner, monter ou descendre, à quel moment rentrer et à quel moment sortir. Une des expressions de base du cambiste ou du *trader*, est qu'on ne fait jamais les plus hauts et les plus bas. Cette maxime a l'avantage de conforter les *noise traders*¹²⁰ qui agissent sur des rumeurs, littéralement des bruits, et non sur de véritables informations. En effet, comme ils ont une mentalité de suiveurs, ils se disent qu'ils ont le temps de prendre une position et de la dénouer avec un temps de retard, mais toujours en faisant un profit (Annexe 2C). Hors, il arrive parfois que les bruits partent dans tous les sens (Voir Annexe 2).

A ce propos, il semble opportun d'évoquer un autre cas saillant (Annexe 3E). La première moitié des années 80 voit donc la grande hausse du dollar. Plus la devise américaine monte, plus les marchés deviennent nerveux et pourtant tous les matins, on se résout à acheter. Les fondamentaux ne correspondent plus à rien et ne justifient pas la hausse. Les analystes et leur technicité nous annoncent que tous les points de résistance sautent les uns après les autres. Et pourtant comme l'histoire du cambiste d'Orléan¹²¹ (2004) qui doit vendre de l'Euro pour essayer de faire du profit, car tout le monde vend, nous, nous achetons du dollar tous les matins pour engranger des gains. Arrivé à un certain point, chaque bruissement de rumeur sème le trouble. Comme pendant l'ère Reagan, il y a eu un véritable effet Reagan sur le billet vert, et comme le président était vieillissant, son état de santé était un véritable sujet d'inquiétude. Un après-midi, heure européenne, le matin aux Etats-Unis, le marché tente de franchir encore des records, quand une nouvelle traverse les salles de trading comme l'éclair :

¹²⁰ Expression empruntée à Black en 1986.

¹²¹ Exemple tiré de *Efficiency, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*, et le passage sur le cambiste provient d'un article du journal Libération du 8 septembre 2000.

il y a une ambulance à la Maison Blanche ! Immédiatement le marché du spot perd 1%. Dans la demi-heure qui suit, les plus folles rumeurs filent à travers tous les marchés, bourse, métaux précieux... Que se passe-t-il à Washington DC ? La santé et le sort du Président sont dans tous les esprits. Nous sommes à peine retombés sur nos pieds et repartis à la baisse, en ayant au passage perdu quelques zéros, que la seconde rumeur arrive comme un ressac : il n'y a pas d'ambulance ! Tel un ascenseur devenu fou, on repart immédiatement dans l'autre sens, il faut vite racheter les positions courtes et faire des moyennes. Une des grandes techniques du *dealer* est de faire des moyennes pour donner une meilleure allure au point mort qui semble se rapprocher. Mais, comme le Saint Graal, dès qu'on s'en approche, on s'éloigne de nouveau. Là, les *noise traders* courent déjà un peu dans tous les sens et ressemblent à des papillons collés sur les phares des voitures. Les positions ne sont pas du tout belles à regarder. On arrive à vendre au plus bas et à racheter au plus haut pour prendre sa perte. L'ambulance a tourné une bonne partie de l'après-midi. A un moment, nous avons jeté l'éponge, l'addition n'était pas trop lourde, car au deuxième passage de l'ambulance, nous avons volontairement réduit l'exposition en taille de la position. La journée s'est terminée exactement sur les mêmes niveaux qu'à l'ouverture, à ceci près, c'est qu'entre-temps certains avaient perdu beaucoup d'argent et d'autres, peut-être à l'origine de la rumeur, en avaient gagné. En l'affaire, personne n'a pu vraiment évaluer la réalité ni du marché, ni des fondamentaux et encore moins des supports et résistances.¹²²

Cette histoire paraît dérisoire à postériori, mais elle illustre plusieurs choses. D'abord, les marchés vivent dans l'anticipation et dans l'anticipation de l'anticipation. En quoi, cette ambulance a-t-elle fait frémir les marchés ? La santé du Président des Etats-Unis est un sujet qui concerne tout le monde surtout quand il est lié à une image économique, à un dollar fort, à une Amérique qui joue au cow-boy et va toujours gagner. Un problème de santé, dont l'issue est tout de suite perçue comme fatale ou sûrement invalidante, fait douter des politiques économiques et monétaires qui

¹²²Le chartisme, qui fait partie de l'analyse technique se définit comme suit : à partir des cours passés qui montent ou qui descendent, on dessine des courbes graphiques. La méthode chartiste ou méthode graphique consiste à analyser cette courbe et à déterminer des prix d'achat ou de vente, à définir des points de support à la baisse et des points de résistance à la hausse. A chaque fois qu'un point est franchi de manière nette, au bout de trois tentatives en principe, le chart promet d'aller toucher le prochain point, en bas ou en haut.

pourraient connaître des changements importants. Le sentiment d'incertitude, si la tête politique de l'Etat devait changer, provoque des réactions disproportionnées. L'incertitude agit comme un véritable repoussoir, synonyme de créateur de panique. Cette panique est tellement de l'ordre du viscéral qu'on ne se pose même pas la question du bien-fondé de cette histoire. Le président d'un des états les plus puissants du monde n'aurait pas été évacué dans une simple ambulance !

Les réactions dans les marchés sont aussi d'autant plus démesurées que les actifs ont fortement monté ou fortement baissé (Annexe 2A, 2B, 2F). Quand on traverse une période de calme plat, les rumeurs font moins caisse de résonances, même si tout le monde est à l'affût, prêt à bondir. D'ailleurs, les intervenants connaissent bien ces périodes de répit où le marché n'arrive pas à franchir de nouveaux paliers. Récemment, lorsque l'Euro était autour de 1,5000 pour un dollar, nous avons fait plusieurs tentatives pour aller plus haut encore. On parlait d'un objectif à 1,6000 voire 2 dollars. Mais, quand les *traders* n'arrivent plus à gagner dans un sens, la crise grecque devient prétexte pour vendre la devise européenne en masse, alors que les difficultés des pays PIGS¹²³ sont connues depuis la fin de l'année 2009. Elles sont même prévisibles, puisque les contraintes européennes peuvent produire une crise économique et sociale, qui pourra devenir violente (Echinard et Spindler 2002). En se déclarant ouvertement méfiants, de manière cynique, les marchés vont réaliser qu'il y a plus d'argent à faire à la baisse qu'à la hausse. La chute spectaculaire de l'Euro permet aux cambistes qui sont partis dans le bon sens de réaliser leur bénéfice pour le mois. Les agences de notation vont confirmer les *dealers* dans leurs anticipations et on assiste à un vrai décrochage de l'Euro. A entendre les commentateurs, c'est la fin de l'Euro, alors que finalement dans une Europe en crise, c'est une excellente nouvelle pour les exportations. Cela revient à dévaluer une monnaie qui ne se dévalue pas officiellement et peut-être enfin relancer un peu l'économie, si lente à redémarrer. Encore une fois les marchés ont la mémoire courte, car l'Euro a quand même été à son plus bas en 2002 à 0,82 ! Certes les marchés marquaient une certaine méfiance à l'encontre de la monnaie unique, de manière excessive, comme aujourd'hui elle a été victime d'un excès de confiance, qui sont des biais comportementaux bien connus.

¹²³ PIGS : Portugal, Ireland (ou Italie pour certains), Grèce et *Spain* pour Espagne)

Un autre apport de l'affaire de l'ambulance, c'est la révélation de la notion d'horizon temps. Les salles proprement dites, et les bourses, se divisent en adeptes de l'analyse fondamentale et ceux de l'analyse technique, sans oublier les suiveurs (Annexe 2 A,B,C,E,F). Quelque soit leur attitude par rapport à l'efficience des marchés, quand il s'agit de prendre une position, la réflexion va s'appuyer sur quelque chose. Ce quelque chose est un raisonnement économique, des *charts*, des moyennes mobiles ou une observation des gros mouvements ou enfin la présence d'un gros ordre dans le marché. Les fundamentalistes cherchent à comprendre les grandes tendances sur base des théories et en s'appuyant sur des données fondamentales, qui doivent sous-tendre les grands équilibres de l'économie.

Les partisans de l'analyse technique eux sont accusés d'être court-termistes, même si Osler (2000) et Lo (2000) par exemple ont vanté les vertus de l'analyse chartiste. Osler, par exemple, mène une étude empirique sur le pouvoir de prédiction des charts, autrement dit les résistances et les supports. Ces points annoncent soit des interruptions, soit des retournements de tendance. Il s'avère qu'après étude empirique menée sur trois devises et sur six firmes de trading, le pouvoir de prédiction est assez fort pendant la journée de marché, contrasté néanmoins selon les devises (Annexe 2A et B). L'auteur tempère son enthousiasme, car le temps de réaction est relativement long, puisqu'il faut cinq jours aux clients qui ont reçu les points, pour réagir dessus.

L'analyse technique est toujours en recherche de reconnaissance au plan académique. Les plus virulents parlent de boule de cristal, de gourous et d'incantations. Dans un article paru en 2000, Lo & alii essaye de combattre la critique de la subjectivité du chartisme, car la lecture peut très bien ne pas être la même d'un individu à un autre. La technique choisie sera la régression non paramétrique de Kernel, qui permet d'estimer l'espérance conditionnelle d'une variable aléatoire. L'objectif est de trouver une relation non linéaire entre deux variables aléatoires. L'étude est menée sur le cours des actions sur un échantillon de temps assez long de 1962 à 1996 et les conclusions confirment l'apport d'information incrémentale, la portée pratique des *charts* dans les processus de lecture des marchés.

Les détracteurs de l'analyse technique ou graphique vont dire que non seulement elle est subjective, mais qu'en plus elle n'a aucune vertu explicative. Il est vrai que la vision des charts, quand on est confronté pour la première fois à ces graphiques, demande un apprentissage. De plus, un intervenant verra une formation tête-épaules quand un autre, assis à côté, aura une lecture diamétralement opposée. Pourtant qu'on y croit, ou pas, peu de personnes dans les marchés ignorent complètement les supports et les résistances. Comme les gens qui lisent leur horoscope quotidien, sans l'avouer, on s'informe des points...tout en se défendant d'y croire (Annexe 2E).

Les années 80 ont vu croître l'importance des charts de manière spectaculaire. Quelques mois après un vendredi noir, où les banques centrales sont intervenues massivement, ce qui a entraîné un décrochage spectaculaire, épisode auquel il a déjà été fait allusion, une société anglaise est venue présenter un logiciel d'analyse technique. Ce qui est remarquable dans ce vendredi noir, c'est que c'est la première intervention concertée, donc internationale, et massive. Devant nos yeux ébahis, la personne en charge de la démonstration a décrypté, non pas le décrochage dû aux mesures exceptionnelles déployées ce jour-là, mais tous les signes qui annonçaient une chute extraordinaire, qui, elle-même, a engendré un *gap* entre la dernière clôture américaine le vendredi dans la nuit et la réouverture des marchés à l'Est de la planète. Bien sûr, les « technico-sceptiques » peuvent toujours dire que la lecture à posteriori est totalement biaisée. Mais encore une fois comme chaque *trader* est en quête de la martingale magique qui fait gagner gros, il y a une part de nous qui est tentée d'y croire.

Sans faire un cours sur le chartisme, le graphique repris ci-dessous illustre assez bien la combinaison de différents outils. Le chart Ichimoku a été développé par un japonais Goichi Hosada. Il est composé de cinq lignes qui donnent trois types d'information : le sens de la tendance en cours, les supports et résistances et les points achats-ventes. Lorsque les cours sont au-dessus du nuage, c'est lui qui fait support à la baisse ; quand les cours sont au-dessous, il devient résistance. Casser le nuage à la baisse ou à la hausse est interprété comme un signal d'achat ou de vente (Annexe 2A).

4.4 Les nuages Ichimoku



Source stockcharts.com

Les comportementalistes, eux, vont utiliser la psychologie pour comprendre. Sans revenir sur ce que nous avons développé précédemment à propos de la finance comportementale avec l'excès de confiance, le mimétisme...il est un aspect que nous n'avons pas évoqué, mais qui est bien réel. Je l'ai frôlé pendant de nombreuses années, dans de nombreuses places et auprès de très nombreux collègues. On ne peut être *trader* sans être joueur, à des degrés divers. Cette passion est vécue par certains comme une addiction, par d'autres comme un danger dont on use avec modération. Mais souvent les grands cambistes, les grands *dealers* sont des joueurs et comme ils sont joueurs, ils parient sur tout. Au début du parcours participatif, la première fois que je suis rentrée dans un *dealing room*, univers très masculin à l'époque et extrêmement bruyant, je ne savais pas à quel point mes collègues et mes contreparties

étaient des *gamblers*. Internet et les paris en ligne n'existaient pas, mais il y avait mieux (Voir annexe 2B : les sept péchés capitaux du *trader*).

Comme nous l'avons déjà dit, dans les marchés de gré à gré, si on prend le Forex, marché du change au comptant, ou n'importe quel autre marché, ce métier consiste à faire du profit. Le profit est le résultat d'opérations d'achats et de ventes, pour compte de la clientèle en centralisant les ordres commerciaux et privés, et/ou de la spéculation. On arrive le matin et on doit gagner. Précédemment, nous avons dit que l'inspiration pouvait provenir de l'analyse des fondamentaux, ou de *charts*, ou des comportements, voire d'un mélange des trois pour ne pas se laisser avaler par le marché (Annexe 2F). Plus un cambiste travaille dans une grande banque, plus il a le sentiment d'avoir du pouvoir et de dégager de l'influence. La tension nerveuse est parfois à la limite du tolérable et certains résistent mal aux addictions en tous genres, surtout dans un milieu où l'argent ne manque pas. Les salles sont reliées par les écrans type Reuters avec les cours en temps réel et les lignes directes avec les courtiers qui sont sur microphone et qui sont sur ligne ouverte. La moindre information passe d'abord par les courtiers, qui nous annoncent souvent en premier que les banques centrales sont là pour intervenir ou pour simplement demander des prix. Nul besoin donc de réseaux sociaux, puisque nous sommes reliés les uns aux autres par nos micros.

L'exemple (Annexe 3F) qui suit illustre la dépendance au jeu des *dealers* en vous racontant l'histoire des paris en ligne avant même leur invention sur la toile. La découverte totale de cet état de fait s'est produite lors du Mondial de 1982. Après deux ans de *dealing room*, je commence à me sentir à l'aise dans le bruit, dans ce métier si épuisant, mais fascinant car toujours différent. A l'occasion de la Coupe du Monde de football, mes collègues sont pris d'une véritable ferveur autour du ballon rond. Au début je n'y prête pas garde, mais bientôt je découvre l'objet réel de cette excitation. Mes collègues font des prix sur le nombre de buts par match, sur le nombre de cartons rouges ou de cartons jaunes. C'est tellement incroyable et pourtant les écrans Reuters affichent les cotations dans un coin de l'écran, au milieu des cours de change, des taux d'intérêt, des points de swaps...A quoi ressemble un prix de coupe du monde ? Cela dépend si vous voulez un prix pour un match en particulier, ou un prix pour le nombre de buts sur toute la durée de la compétition. Le prix peut être coté pour les matchs en

durée 90 minutes ou pour la durée totale, ce qui comprend les tirs au but, si jamais. D'autres font des prix pour le nombre de cartons jaunes, de cartons rouge à nouveau par match ou pour la durée du championnat. Il faut donc définir son sous-jacent. L'enjeu est de gagner de l'argent, mais pour soi : le cambiste va parier ses propres deniers et va retirer un bénéfice personnel ou devra honorer une dette de jeu en quelque sorte. Pourquoi raconter l'affaire ? Les *traders* font des prix sur tout et mettent en jeu des sommes considérables. A Paris et à Londres, circulaient des histoires terribles de cambistes qui avaient dû vendre tous leurs biens pour honorer les pertes. Bien sûr, ce ne sont pas tous les intervenants qui sont concernés, mais les prix existent tout le temps, ce sont des prix à deux côtés. Le monde de la finance est binaire. Ce n'est pas qu'en période de coupe du monde, il y a les prix sur la Bundesliga, le championnat allemand, les matchs de cricket, Roland Garros... A ce stade l'addiction est réelle et affichée sur les écrans des professionnels. La seule fois où j'ai agi sur ce marché parallèle, j'ai acheté un nombre de buts sur la durée totale du match et il y a eu les penaltys : résultat un petit gain d'environ de trente Euros !

En épilogue de cette histoire, j'ai interrogé un *trader* (Annexe 2A) pour savoir ce qu'il en était de cette pratique des prix sur tout et voilà sa réponse en juin 2010 : « Le sous-jacent, c'était l'équipe de France, du coup c'est la panique sur les marchés! »

Si nous résumons l'essentiel de ce que nous venons de voir, l'observation des marchés nous amène à la conclusion que non seulement les concepts cohabitent, mais que le même individu peut se réclamer de l'un ou de l'autre, plus ou moins ouvertement, plus ou moins consciemment. Quand Orléan illustre son propos avec un cambiste qui froidement vend, alors que fondamentalement il pense qu'il faut acheter, il conclut que « l'on fait du profit quand on réussit à prévoir l'évolution de l'opinion majoritaire. » Mais cela ne suppose pas que cette majorité soit ignorante. Au contraire, les cambistes peuvent être rationnels, agir en opposition avec leur approche fondamentaliste et donc acheter parce qu'on ne peut aller contre une tendance. Tous les baissiers en dollar du début des années 80 ont beaucoup souffert. Ils étaient convaincus que la devise américaine était surévaluée, et pourtant s'ils s'étaient entêtés, ils auraient dû couper leurs positions et prendre leurs pertes. Orléan en appelle à la rationalité autoréférentielle, courant très minoritaire pour l'instant, mais qui est une réponse avec

du sens pour qui a vécu dans les marchés. Elle se définit « comme un cas particulier de rationalité stratégique, lorsque celle-ci se trouve partagée par tous les investisseurs. » Nous avons qualifiés précédemment les marchés d'anticipatifs et ce à plusieurs niveaux, Orléan parle d'autoréalisation des croyances. Ces cas sont extrêmement fréquents dans les marchés. A un moment donné les intervenants pensent que la valeur d'un actif vaut 100, mais replacé dans un horizon temps, ce même actif devra atteindre 120. En fonction des forces en présence, l'actif va très vite atteindre son objectif haut. Est-ce que cela veut dire pour autant que la valeur de 100 était fausse, ou que celle de 120 est irrationnelle ? L'opinion majoritaire agit et pousse l'actif à la hausse parce qu'elle pense qu'elle est majoritaire. C'est une sorte d'auto-anticipation. Le meilleur exemple que l'on puisse prendre récemment c'est l'Euro et sa chute. L'opinion dans son ensemble a pensé que l'Euro était trop cher et ne correspondait plus à l'état de l'Europe, et comme elle pensait qu'il en était ainsi partout sur le FOREX, l'Euro a décroché de 1,46 à 1,33 puis de 1,33 jusqu'en-dessous de 1,20. Autrement dit, l'opinion majoritaire a majoritairement poussé l'Euro à la baisse, parce qu'elle était elle-même majoritaire, qu'elle le ressentait ainsi.

Encore une fois, les données fondamentales restent importantes, mais elles subissent des modes, ou comme le dit Orléan il s'agit d'une convention entre les participants au marché selon des logiques particulières. Au début de l'ère Reagan, les grands indicateurs étaient la masse monétaire, puis la publication du *trade deficit*. Très vite, les bases de l'évaluation conventionnelle, qualifiée comme telle à postériori, se sont déplacées vers l'inflation sous forme de deux données statistiques, prix à la production et prix à la consommation aux Etats-Unis, et surtout l'emploi. Le premier vendredi de chaque mois, à 14h30 notre heure, soit 8H30 en Amérique, c'est la publication des chiffres du chômage américain en pourcentage de la population active (Annexe 3G). Nous attendions avec beaucoup de tension le fameux chiffre. Les *traders* réagissent non par rapport à la donnée statistique elle-même, mais par rapport au consensus sur les prévisions faites par les analystes financiers. Si le chiffre est dans le consensus, il ne se passera rien ; si le chiffre est un peu en-dehors de la fourchette, le marché va exagérer dans sa réaction. L'indice de confiance de l'Université de Michigan a aussi joué des tours aux intervenants. Avec la crise des *subprimes*, ce sont tous les indicateurs de demandes de permis de construire, de mises en chantier, puis plus tard

de commandes de bien durables et les ventes de détail qui focalisent l'attention des investisseurs. Mais cette statistique en elle-même, est-elle une valeur objective ou n'est-elle que le reflet « d'une convergence mimétique de nos croyances » ? Un des raisonnements très communs que j'ai personnellement entendu des centaines de fois est le suivant : admettons que le consensus pour les chiffres du chômage s'établisse pour un mois donné sur une fourchette de 9,80% à 10,1% de la population active. Si le chiffre publié est donc dans la fourchette, il ne se passera presque rien. Si jamais la statistique sort à 10,2%, il existe deux façons de voir : être un tout petit peu en dehors de l'écart peut impliquer que la récession continue. Les bourses vont baisser, le dollar aussi, les taux vont rester mous (les taux américains proches de zéro ne peuvent pas aller beaucoup plus bas). Une autre réaction pour ceux qui ont déjà les anticipations pour le mois suivant, si elles annoncent une forte baisse du chômage, est de dire : c'est le dernier mauvais chiffre avant l'embellie et donc il faut acheter les premiers avant que tout le monde ne le fasse. Personnellement j'ai vécu ce contre-pied et ça a été ma plus grosse perte en un minimum de temps. Une statistique mauvaise alors que la position est à la hausse, et on double la position à la baisse pour essayer de rattraper le marché : le marché digère la nouvelle et mise majoritairement sur le fait que le mauvais chiffre n'est que passager. Le soir, on coupe la position et on reste avec son désespoir, des heures d'insomnie en perspective à revivre le fil des événements.

Si l'on simplifie, on peut dire que l'efficience des marchés est le propre des fondamentalistes, à laquelle s'oppose la *Noise Trader Approach* (Black 1986), comportementaliste, qui suppose un stratège face à une marée d'ignorants. Le seul point de concordance, c'est la croyance en une valeur objective d'un actif. La dernière approche « orléanienne » élimine les ignorants, sans effacer les fondamentaux, mais surtout introduit la convergence mimétique des croyances en un prix. Cette cohabitation des théories existe dans les marchés et parfois se superpose chez les individus, dans des cas d'extrême tension, où le *trader* qui cherche à se rattacher à des théories va tout essayer. Il est clair que la dernière théorie exposée n'existait pas à l'époque de l'observation dont il est question ici, mais il s'agit de la qualification, avec des mots, de situations maintes fois expérimentées sur le terrain. Les intervenants sur les marchés, dans un monde globalisé sont difficilement ignorants. Au contraire, nous avons tendance à être surinformés et à réagir au moindre bruissement d'ailes. Cette

exacerbation fait partie aussi de la difficulté à appréhender le fonctionnement des marchés. La complexité ne va pas simplifier la tâche des régulateurs de tous ordres, car une partie de la réalité financière peut s'appréhender de manière rationnelle, mais il y a une portion qui ne peut se réduire à un modèle. Le marché ne s'autorégule pas, toutes les crises que nous avons vécues en sont la preuve. Quand les fondamentalistes ont des anticipations opposées à celles des stratèges techniciens, leurs actions s'annulent, par contre quand ils vont dans le même sens c'est à une amplification dévastatrice à laquelle nous assistons. Des secousses de l'ampleur que nous avons connues et qui ne sont pas encore terminées, ébranlent la confiance des ménages, des investisseurs et de la société en général. La crise de la dette est autant publique que privée et ne nous prédit rien de bon pour l'avenir. Il faudra beaucoup d'espoir (Read 2009) pour arriver à circonvenir la peur, la colère, le désespoir.

Le marché a été le point de départ, avec la titrisation et ses distorsions innovantes, de la crise des *subprimes*, qui a induit la crise financière de 2008, nous propulsant en pleine récession dans une attitude paradoxale de refoulement cindynique. L'illusion a été totale tant nous pensions que les normes comptables internationales et les accords de Bâle revisités nous permettaient d'approcher cette fameuse masse informe, opaque, que nous qualifions de marché, dans une quête de transparence. Mais alors, comment dompter cette force sans visage, sans cœur, cynique et uniquement animée par le profit ? Il est des points d'amélioration que nous allons à présent développer, toujours dans l'optique de l'observation participante pour donner des recommandations de l'intérieur.

4.1.3.2 DE LA STANDARDISATION

La difficulté d'appréhender un marché est d'autant plus lourde que celui-ci est de gré à gré, ce qui veut dire que le centre est éclaté, délocalisé, qu'il n'y a pas de concentration de l'information, ni des volumes. Ce sont des vagues d'achats et de ventes qui traversent les salles, elles-mêmes reliées à leurs clients investisseurs par téléphone ou tout autre moyen de communication. Le manque de transparence des marchés obligataires est un argument récurrent et on l'oppose à la bourse, qui produit

tous les jours les volumes échangés sur chaque segment. Dans un article de la Revue Banque, de février 2009, Pierre de Lauzun, délégué général de l'AMAFI¹²⁴ souligne la supériorité en terme de sécurité et de liquidité des marchés organisés. Les ordres arrivent sous forme de flux constants sur des actifs connus et identifiés par les investisseurs, qui font l'objet d'analyses sérieuses. Il existe une liquidité permanente, même si, parfois elle est au plus bas. Le marché est donc bien ce lieu qui voit la rencontre de l'épargne des ménages et de la demande des entreprises pour financer la machine économique.

Une autre source de distorsion est la présence d'un marché secondaire ou non. De gré à gré signifie qu'il faut en passer par la volonté des *market makers* pour avoir des prix. Le marché primaire est celui de l'émetteur. Un premier signe du succès d'un appel public à l'épargne est d'arriver à placer tous les montants dont on a besoin. Un des grands problèmes que la crise a dévoilé dans toute son intensité est l'absence de marché secondaire pour les produits OTC, comme les *Credit Default Swaps*. La conséquence est que l'investisseur qui a acquis des produits titrisés ne peut les revendre : on parle d'illiquidité, d'assèchement des marchés. Comme il n'y a pas de contrepartie, puisque pas de prix, la valeur n'existe plus en tant que telle. L'offre et la demande ne se rencontrent plus, la demande a disparu.

Une des solutions préconisées par de nombreux auteurs (de Larosière, 2008, Shiller 2008, Eichengreen 2008...), pour pallier à cette défection de l'un des deux côtés du prix, consiste à passer du gré à gré aux marchés organisés. Shiller va même plus loin en prônant le développement des bourses de contrats à terme car non seulement, il ne condamne pas les produits dérivés, mais il en appelle à en créer d'autres. S'il y avait eu des produits dérivés organisés, avec un sous-jacent immobilier, une chambre de compensation, l'unique contrepartie de toutes les opérations, mais aussi le garant de la liquidité du système à tous moments, aurions-nous connu une crise des *subprimes* aussi violente ? Personne ne pourra jamais le dire, mais passons en revue quelques arguments qui ont du sens.

¹²⁴ Association française des marchés financiers.

Les marchés organisés sont plus efficaces et plus centralisés, même si le risque de marché demeure. Ce sont des bourses de valeurs ou des marchés à terme de future et/ou d'options. Dans le cas des bourses traditionnelles, elles sont supervisées par une entreprise de marché, avec une autorité de tutelle qui est l'AMF en France, l'Autorité des Marchés Financiers. Seuls les membres sont autorisés à traiter et servent d'intermédiaires à leurs clients. Ce sont des marchés à somme nulle, car tous les gains sont payés par la somme des pertes. La chambre de compensation devient la contrepartie acheteuse de tous les vendeurs et vice versa. De ce fait, le risque de contrepartie disparaît. Les dérivés sont des instruments financiers comme nous l'avons déjà dit, dérivés d'un sous-jacent. Comme les *traders* agissent sur toutes sortes de sous-jacents, il faut d'autant plus être vigilants sur l'organisation des marchés. Nous avons vu que les sous-jacents sont tous les supports du marché cash : de l'obligation à l'indice boursier, du baril de pétrole à la tonne de coton, du cours de change au climat avec les dérivés climatiques ou à l'émission de CO2 ou encore les *CAT bonds*¹²⁵. Encore une fois, le marché est un monde binaire où tout se résume à un côté gauche et à un côté droit, d'où l'impérieuse nécessité de fixer des limites.

Les dépôts initiaux et les appels de marge en temps réel pour les dérivés sont les armes absolues de la chambre de compensation, qui surveille le niveau de l'argent dans le système pour que les circuits soient alimentés. Comme pour une chaudière, le niveau de liquidité est maintenu à son niveau optimum. Quand on commence à travailler sur les marchés à terme, la première chose qu'on vous explique est le fantastique effet de levier. Pour pouvoir acheter un contrat dont le sous-jacent est un million d'euros, il vous faut verser 750 Euros. Cela paraît impossible et en tant que nouvelle venue sur ces marchés, j'en ai ressenti de l'incrédulité. Mais, en fait le dépôt de marge constitue la perte potentielle sur une journée pour un contrat. Si le lendemain, vous reperdez de l'argent, il y a alors un appel de marge...

Une autre caractéristique des *futures exchanges* est la standardisation des contrats. A première vue, on peut penser que des contrats identiques recèlent une certaine rigidité. Quand la taille et les échéances ne sont pas sur mesure, il est vrai qu'on doit se livrer à

¹²⁵ *Catastrophe bonds* : Un *Cat Bond* est une obligation dont le versement des intérêts et le remboursement du principal dépendent de la survenance d'une ou plusieurs catastrophes naturelles.

quelques manœuvres pour obtenir une bonne couverture. Hors, la standardisation accroît la liquidité qui se résume à ces deux mots : *speed and ease*¹²⁶. Couvrir un risque de taux d'intérêt sur du 3 ou 6 mois dollar pour 20 millions de dollars trouve son *hedge* instantanément sur le contrat Eurodollar 3 mois sur deux échéances futures. Par contre, chercher à couvrir un risque de taux pour une période de 4 mois et demi et pour un montant de 18 683 422, 56 USD prend nettement plus de temps, il faudra aller sur le marché de gré à gré et surtout trouver un *market maker* qui acceptera de faire le prix. Cet exemple peut se multiplier à l'infini. Dès qu'on est sur le gré à gré, le *trader* va devoir subir la bonne volonté d'une contrepartie. Certes, les grandes banques ont à cœur leur réputation de teneurs de marché et sont tentées de faire des prix sur tout, mais néanmoins cela pèse sur la liquidité.

Pour continuer sur la notion de chambre de compensation, cette dernière internalise l'externalité du risque (Ryan 2009)¹²⁷ et en devient la contrepartie, qui peut aussi imposer des dépôts de marge plus importants et faire des appels de marge en fonction de la taille des positions. Elle peut même limiter la taille de ces mêmes positions et utiliser des appels de marge dans la journée. Ryan va aussi dans le sens de standardiser tout ce qui peut l'être. Les *Credit Default Swaps* et tous les autres instruments qui s'y rattachent devraient être traités avec des contreparties centralisées reliées elles-mêmes à des chambres de compensation ou des marchés de contrats à terme. Pour les plus petits marchés d'obligations de dettes ou de prêts collatéraux, moins calibrés, et donc porteurs de plus de risques, le même auteur prône la création d'un mécanisme de compensation centralisée, susceptible de contenir des informations pour le régulateur, afin d'évaluer le risque de défaut dans le système.

A cela, on peut rétorquer que les marchés à terme ont connu des scandales énormes, que la Barings Bank a disparu en 1995 à cause des futures et options sur le SIMEX de Singapour et que la Société Générale a bien perdu cinq milliards, qu'elle a honoré sans mettre en danger qui que ce soit. Mais, les pertes ont été réglées et aucun effet de contamination, de dispersion du risque ne s'est pas produit. L'affaire Barings est restée dans les esprits comme le dérapage d'un *trader* Nick Leeson. La Société

¹²⁶ Rapidité et célérité.

¹²⁷ Dans *Restoring financial stability* de Acharya et Richardson p231.

Générale a annoncé la perte en janvier 2008 et dénoncé en même temps le *trader* qui, selon elle, en était l'auteur, mais cette annonce, même si le titre a été chahuté et a entraîné les valeurs bancaires pendant quelques jours dans son sillage, n'a pas occasionné d'effet domino. Nous reviendrons un peu plus loin sur ces deux affaires, où la gouvernance des banques est plus discutable que la forme du marché. Par contre, le passage des produits à terme dits OTC¹²⁸ en standardisés, même si nous pensons qu'effectivement ce serait la solution, va nécessiter de gros moyens de mise en place. Reprenons quelques données chiffrées de la Banque des Règlements Internationaux pour le mois de décembre 2009 et comparons les montants.

4.5 Chiffres BRI Revue trimestrielle

DECEMBRE 2009	DERIVES OTC	DERIVES	NOMBRE DE
	Montants	ORGANISES	CONTRATS DE
	notionnel	FUTURES +	DERIVES
	En milliards de dollars	OPTIONS	En millions de
		Encours montants	contrats
		En milliards de	
		dollars	
Contrats FOREX (forwards, swaps de devises, options)	49 196	310,5	7,9
Contrats de taux d'intérêt (FRA, IRS et options)	449 793	67 057	115,7
Contrats indexés sur des valeurs boursières	6 591	5 769,1	111,5
Contrats de matières premières (Or et autres)	2 944	NC	NC
Credit Default Swaps	32 693	-	-
Divers	73 456	-	-
TOTAL	614 673	73 136 ,6	235,1

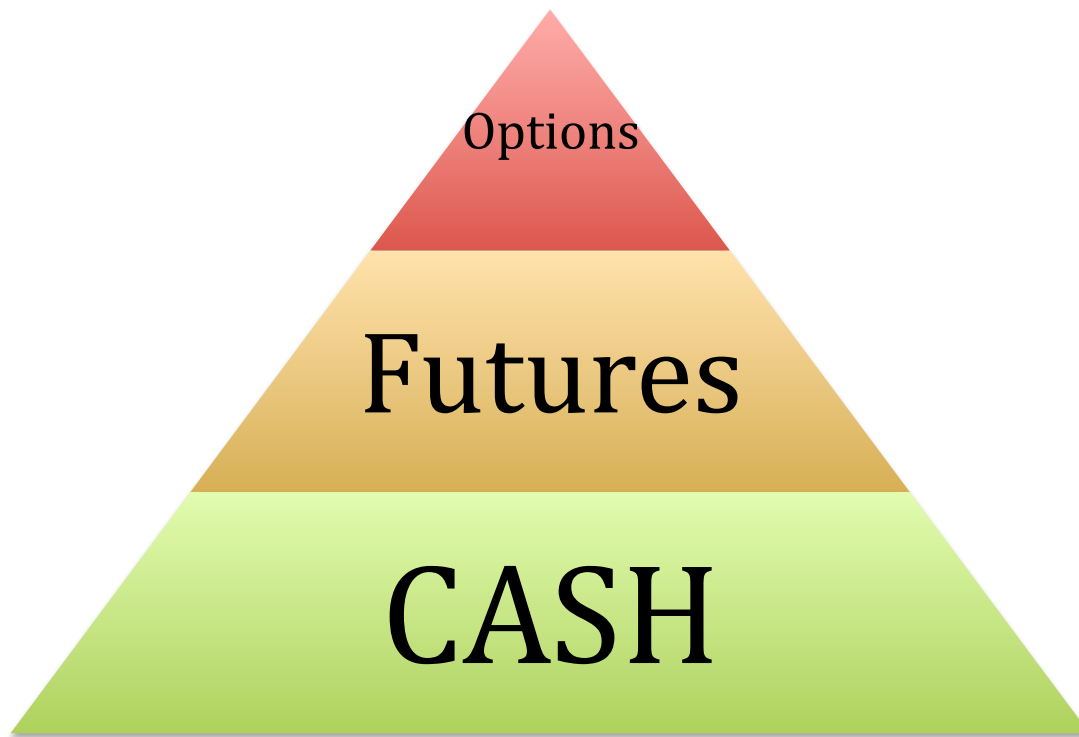
¹²⁸ Over the counter, de gré à gré.

Si l'on regarde la taille des marchés, ceux de gré à gré sont nettement plus importants en terme de volume, même si on parle de notionnels. C'est la même chose, si l'on compare en taille la bourse avec le marché obligataire. Les marchés de gré à gré sont de toute manière plus opaque et, dans ce cas précis, les intervenants ne sont pas les mêmes. Les Etats, gros emprunteurs, donnent une immense profondeur au marché des titres longs. Si, de plus, l'idée est de multiplier les sous-jacents, les chambres de compensation vont devoir augmenter leur capacité technique, humaine et logistique de manière substantielle. Il faut voir comment les choses vont progresser dans les mois qui viennent, mais c'est certainement la solution que nous privilégions par dessus tout.

Un autre gros avantage des marchés à terme est la possibilité de se couvrir quelque soit le sens du marché. C'est là l'essence même de ce marché. Quand les dérivés sont devenus financiers dans les années 70, la définition d'un marché de contrats à terme était très simple : c'est la rencontre de ceux qui ne veulent pas le risque avec ceux qui vivent du risque. Cette définition est tout à fait exacte encore aujourd'hui. Le *hedger* va protéger un actif qu'il a, pour lui éviter toute dépréciation ; ou il peut couvrir un risque sur une position à recevoir. Quelque soit le sens du marché, les dérivés sont une assurance qui permet de fixer la marge, qu'importe la tendance. Quant au spéculateur, il va partir sur un *trend* en espérant gagner son pari baissier ou haussier. Les marchés à terme présentent l'avantage d'une grande souplesse, même si la standardisation ne permet pas toujours des couvertures parfaites. Le calcul du risque de base permet néanmoins de calculer le nombre de contrats à acheter ou vendre pour avoir un *hedge* le plus parfait possible. Shiller affirme que le fait de pouvoir vendre des contrats, s'ils avaient existé, avec des sous-jacents immobiliers, aurait permis aux détenteurs d'actifs immobiliers, de vendre sous forme de produits dérivés au lieu de se lancer dans la vente de cash. Le résultat aurait été que les vendeurs de contrats auraient fait un bénéfice sur les futures, qui serait venu en déduction des charges d'emprunt et aurait protégé l'actif lui-même dans l'attente de jours meilleurs.

Le graphique ci-dessous représente la pyramide des marchés standardisés : au départ un actif sous-jacent quel qu'il soit, que l'on protège par un future ou contrat à terme, et/ou par des options.

4.6 Le triangle cash/produits dérivés



Comme nous venons de le démontrer, tous les marchés n'ont pas les mêmes caractéristiques ni les mêmes risques. L'avantage énorme d'avoir une chambre de compensation a pour conséquence la diminution des risques. Il faut donc opérer une différenciation entre les types de marchés et convertir cette différence en pondération de risques qui influera à son tour la juste valeur comptable et l'édifice Bâle II avec ces piliers. A contrario les activités de gré à gré qui devraient être plus sévèrement pondérées, sont évidemment plus risquées et sont porteuses de procyclicité et d'illiquidité.

Si on se replace dans l'axe de l'observation participante, travailler sur les marchés organisés présentent de nombreux avantages, dont une certaine facilité. Pour les futures et options, les ordres sont rentrés auprès des *brokers*, les grands noms de l'intermédiation financière, et exécuter avec professionnalisme. Sur les produits dérivés, surtout au début, les courtiers aident les intervenants à bâtir des stratégies et donnent des informations sur l'état des transactions. Quand les segments de marché deviennent plus ou moins tendus à cause de statistiques ou d'événements particuliers,

les prix, même si les *spreads* augmentent en même temps que la volatilité, il y a toujours une cotation et une contrepartie, la chambre de compensation. Ce sont des marchés où on a le temps de construire une position, mais c'est aussi en fonction de l'horizon temps. En effet les intervenants des marchés à terme travaillent de manière différente selon qu'ils sont des *traders* de fond, des *dealers intraday* ou des *scalpers*. Ces derniers scalpent à proprement parlé les marchés en chassant les deux trois ticks¹²⁹ à gagner sur tous types de sous-jacents. Les « *intraday* » sont des intervenants qui ouvrent une position le matin et la ferment le soir enfin les *traders* de fonds eux travaillent vraiment sur des tendances lourdes et gardent leur position longtemps. Selon les marchés où l'observateur est intervenu, l'horizon temps était soit la journée, qu'on appelle l'*intraday*, soit plusieurs jours, voire semaines, c'est ce qu'on appelle jouer une tendance. Les scalpeurs travaillent plutôt pour compte propre (Annexe 2A et B).

Par exemple, après la chute du mur de Berlin et la réunification de l'Allemagne, les taux allemands sont partis à la hausse pendant longtemps pour des raisons économiques évidentes. L'intégration de l'Allemagne de l'Est a eu un coût et ce coût s'est traduit par un risque inflationniste que le gouvernement allemand de l'époque a combattu par une hausse des taux. Avec une telle perspective historique, on peut imaginer construire une position courte sur les contrats à terme des taux allemands. Bien sûr, tout n'est pas toujours aussi limpide et les effets pervers d'un événement aussi extraordinaire, si on reste sur cet exemple, sont parfois négatifs pour d'autres pays. A l'époque, j'étais dans une banque finlandaise, qui avait des relations privilégiées avec l'URSS -la Finlande était le seul pays à échanger des roubles au demeurant inconvertibles. La chute du mur de Berlin a eu pour conséquence un très net affaiblissement de la Finlande et de son système bancaire, ce qui a sûrement facilité son entrée dans l'Union Européenne.

Quelque soit l'horizon temps de l'intervenant, la minute, la journée ou plusieurs semaines, la sécurité des opérations des contreparties est nettement plus importante sur les marchés organisés : il y a une surveillance, une autorité de tutelle. Et si un *trader*

¹²⁹ La variation minimum d'un contrat donné. Selon le type de contrat le tick n'a pas la même valeur, qui va de 10 euros pour le contrat sur indice CAC 40 à 25 Dollar ou même 31,25 pour le contrat Bons du Trésor Américain à trente ans (30Y Tbons)

dérage comme nous l'évoquerons un peu plus loin, le système pour l'instant fonctionne, même si la Barings a disparu. Mais encore une fois, il n'y a pas de dissémination du risque sur les marchés à terme. Quant aux bourses de valeur mobilières, les grands mouvements à la baisse ont certes des conséquences économiques et sociales surtout, mais là non plus, nous n'assistons pas à la « granularisation » (Bourguinat 2008) du risque, ni à l'étalage de milliards de pertes qu'on enfilerait tel un collier bien lourd à porter.

Par contre, travailler sur les marchés de gré à gré est une expérience totalement différente. On ne passe pas par un membre agréé, mais on est soi-même acteur. Il faut chercher son prix, traiter les opérations, coter des prix aux autres et on se trouve en quelque sorte pris par les événements. Dans les grandes banques, ce sont les cambistes qui vont déclencher eux-mêmes les mouvements pour deux raisons. La première est qu'ils ont en mains parfois des ordres commerciaux colossaux, qui sont de taille à faire bouger le marché. La seconde tient à leur puissance de feu, en terme de montants et de réputation. Comme ils sont les premiers à avoir l'information, ils vont en tirer un profit supplémentaire. Et même s'ils n'ont pas l'ordre, quand un de leurs gros clients les interroge en premier pour un montant de 200 ou 300 millions de dollars, sachant que ce n'est pas le montant total, ils vont aller dans le sens de l'information et donc acheter ou vendre plus dans le marché. C'est une sorte d'efficience informationnelle réaliste et court termiste. Une fois que l'ordre sera fini, la banque en question rachètera ou revendra l'excédent de la position. Il en allait de même quand les banques allemandes convertissaient leur bilan de franc belge en mark allemand. Lorsque nous avions la chance de coter le premier prix, nous avions l'information et nous partions dans le même sens, à savoir, vendeur de franc belge. Bénéficiaire de l'information à cette époque nous a fait gagner beaucoup d'argent.

Nous évoquions la puissance de feu des grandes banques et elle est bien réelle. Des positions ouvertes de plusieurs centaines de millions de dollars ne sont pas exceptionnelles. Si l'on tient compte de la réputation de tel établissement ou de tel autre, les suiveurs sont à l'affût, prêts à monter dans le train des *bears* ou des *bulls*¹³⁰. Il est beaucoup plus difficile de travailler sur l'OTC, car il n'y a pas d'autorité de

¹³⁰ Littéralement les ours et les taureaux, les ours sont baissiers et les taureaux sont haussiers.

référence, même si les interventions des banques centrales essaient de ralentir un mouvement. Nous avons dit précédemment que les interventions massives pouvaient freiner une tendance, mais pas l'inverser de manière durable, sauf à avoir le soutien du politique au niveau international. Si on résume, des conditions de marché plus ardues, des prix tenus par les *market makers*, les *spreads* entre le côté achat-vente qui s'élargissent dès qu'il y a une tension et que la volatilité augmente et surtout quand le marché ne veut pas coter, on ne peut rien faire. C'est ce que nous avons connu avec les dérivés de crédit. Personne ne peut contraindre des teneurs de marché à faire des prix, sauf une banque centrale quand elle interroge les grands intervenants.

Pour conclure sur ce point, Acharya et Richardson en 2009 et d'autres auteurs prônent la standardisation des produits de crédit avec différentes modalités de taux fixe, de taux flottant, avec un minimum d'années à taux fixe et d'éventuelles déclinaisons hybrides. Autrement dit, il faut arriver à établir une palette de produits en matière de crédits hypothécaires à offrir aux ménages qui rentrent dans un cadre qui puisse être surveillé, contrôlé, comptabilisé et apprécié en terme d'exigences de capital. On revient à l'idée simple que les marchés organisés se gèrent mieux tant sur le plan du management, que des règles prudentielles et réglementaires. C'est vers là que doivent tendre nos efforts.

Nous avons vu que l'efficience des marchés et la finance comportementale cohabitent sur les marchés. Ce à quoi nous ajoutons l'approche « orléanienne » qu'on ne peut pas ignorer, même si elle est minoritaire aux dires de l'auteur, mais qui sonne tellement juste pour qui a été longtemps dans les marchés. Nous avons aussi abordé l'aspiration de nombreux praticiens des marchés de passer le plus possible des marchés de gré à gré aux marchés organisés, pour mieux cerner ces marchés si incontrôlables qu'ils arrivent à nous plonger au bord du risque systémique. Maintenant, nous allons passer aux recommandations qui se dégagent en particulier sur les pôles de notre problématique en se plaçant sur le niveau finance et politique : où en sont les règles, les normes et les lois et quel superviseur va émerger ? Plus proche de nous, nous verrons les recommandations en matière de gouvernance bancaire, en illustrant le propos par les cas de pertes de la Barings et de la Société Générale, et enfin, nous

recommanderons aux directions générales des banques de vraiment prendre les commandes de leur *trading room*.

4.2 LES RECOMMANDATIONS

Si l'observation participante nous a permis d'apporter un éclairage singulier, on peut néanmoins aussi en tirer des recommandations. Ces dernières ne sont pas une armée de « y'a qu'à », mais s'articulent sur tout ce que nous venons de démontrer pas à pas, au cours de cette recherche et rejoignent de nombreux cris d'alarme, poussés par des auteurs prestigieux comme Stiglitz¹³¹, Shiller ou encore Acharya et Richardson... Mais aussi ces auteurs proposent des solutions auxquelles nous adhérons pour certaines.

Nous verrons donc dans un premier temps le plan politique, au sens organisation de la cité, donc de la société : repenser et vivre autrement la finance et donc le capitalisme globalisé. Cette réflexion se situe sur un terrain réglementaire avec tous les débats déjà longuement évoqués précédemment autour des agences de notation, de la juste valeur et de Bâle III, mais aussi d'autres angles d'attaque. Il faudra aussi agir au niveau psychologique en restaurant la confiance des populations et pas seulement celles des investisseurs: là aussi le message est profondément politique, parce qu'il nous concerne en tant que citoyen. Enfin dans une deuxième partie, nous aborderons la gouvernance des banques et l'attitude des directions générales de celles-ci face à leurs salles de marché. Le procès Kerviel est exemplaire à ce sujet : la défense du *trader* reprend quelques unes des observations que nous avons vécues au quotidien de nombreuses années. Les directions, et c'est là toute la portée managériale de l'argumentaire, doivent ouvrir les yeux et savoir ce qui se passe dans leur *trading room*.

4.2.1 FINANCE ET POLITIQUE

La crise de 2007-2008 et l'éventuelle réplique de 2010 qui se transforme en crise de la dette publique nous font penser qu'il y a urgence en matière de réorganisation de la

¹³¹ Stiglitz.J (2010), *Le triomphe de la cupidité*, Editeur Les liens qui libèrent.

finance mondiale. Quand on se situe au niveau politique au sens premier du terme, ce sont les Etats, l'Europe, et toutes les institutions internationales, FMI en tête qui doivent revoir les règles du jeu, puisque nous sommes dans une économie « casino », comme le disait déjà Keynes ! La volonté d'innover fait partie de la nature humaine, car innover donne l'illusion de maîtriser son destin en réduisant le hasard. De Fibonacci à Pascal, de la famille Bernoulli à Gauss, Bachelier et encore plein d'autres, c'est une longue histoire qui nous amène à vouloir être « plus fort que les dieux » (Bernstein 1998), mais aussi plus fort que les chiffres, plus fort que le marché. Mais puisque la volonté d'innover, y compris dans le champ financier, est dans la nature humaine, il faut donc l'encadrer et de manière efficace et rapide. Le profit, la cupidité sous forme triomphale (Stiglitz 2010) doivent connaître des limites, car les secousses sont de plus en plus fortes. Il est connu, comme nous l'avons déjà évoqué, que, lorsqu'il y a le feu, les responsables politiques jouent aux pompiers pour éteindre l'incendie (Lagadec 2002). Mais dès que les premiers signes d'accalmie apparaissent, le discours change et on essaye vite de faire croire que le danger est passé. *Back to business as usual*. Hors les événements nous montrent de manière cinglante, qu'on ne peut plus tergiverser et qu'il va falloir prendre son courage politique à deux mains pour améliorer les choses (Burlaud, Colasse 2010). Le capitalisme n'est pas mort, pire, il est en profonde mutation, d'ordre génétique, pour utiliser le phrasé de Bourguinat. Au départ, nous étions dans une crise de l'endettement privé avec les *subprimes* et aujourd'hui c'est l'endettement public qui se lézarde et subit la loi des marchés. Ou encore: « gérer dans la durée la solvabilité des dettes publiques et privées et retrouver les chemins de la croissance sont des défis qui posent des problèmes d'institutions et de finalités politiques autrement plus redoutables. »¹³² Face à ces mutations dangereuses et perpétuelles, il faut passer à la prévention et opérer un retour aux fondamentaux.

4.2.1.1. QUELLES LOIS, NORMES ET REGLES ?

Regardons du côté des agences de notation. Nous avons déjà souligné le problème de leur responsabilité dans la crise financière qui nous occupe, alors qu'on n'a pas

¹³² Aglietta M., *La longue crise de l'Europe* », Le Monde, 18/05/2010.

beaucoup avancé quant à la clarification de leurs méthodes. La crise grecque a mis en avant à nouveau les *CRAs*, qui, aux dires de certains, ont joué les « pompiers pyromanes ». Comme on leur avait reproché leur laxisme pour les produits structurés, elles ont surréagi pour la crise de la dette européenne, ou plus exactement de la dette dans la partie faible de l'Europe. Et d'ailleurs, elles ont été à nouveau la cible des critiques. Les sanctions ne sont toujours pas au programme ni l'éventualité de leur attribuer une note à leur tour. Les propositions de régulation centralisées des agences ou la création d'une agence européenne, qui serait un contre-pouvoir aux agences, qualifiées d'américaines, alors qu'elles sont maintenant toutes internationales, semblent puériles et bien faibles au formidable par rapport au pouvoir qu'elles détiennent. Ce pouvoir peut être sous employé ou exacerbé, il n'en demeure pas moins exorbitant. Dans la Tribune du 10 mai 2010, Catherine Gerst¹³³ avance un point de vue intéressant en proposant d'explorer la délégation de service public. Une entité publique, qui pourrait être au niveau européen, délèguerait aux agences la gestion du service d'analyse et du suivi du risque crédit, dont elle a la responsabilité. En contrepartie, le délégant pourrait imposer aux agences un certain nombre de mesures, comme celles de réinvestir une partie de leur marge bénéficiaire en ressources humaines, puisqu'elles souffrent d'un manque chronique de personnel. C'est une piste intéressante, mais pour l'instant, le dossier en tant que tel est vraiment au point mort.

Pour ce qui est des normes comptables et celle qui nous préoccupe le plus à savoir la juste valeur, les débats sont loin d'être finis. Changement de paradigme ou de concept, il faut pourtant que les choses avancent sur le terrain. Allons-nous vers une comptabilité politique (Burlaud et Colasse 2010) ? Et même si les travaux progressent, c'est seulement vers l'automne 2010 au plus tôt que nous devrions voir du concret sur l'ancienne IAS39, devenue l'IFRS 9. A décharge de l'IASB, certaines aberrations s'achèvent. En effet le normalisateur a proposé de revoir le mode de comptabilisation des dettes financières en juste valeur. La règle actuelle, qualifiée de contre-intuitive par l'IASB lui-même aboutit à transformer une dégradation de la note de crédit en gain. Et inversement, plus la note monte, plus la perte suit le même chemin. En effet, si une dette enregistrée à un niveau de taux et correspondant à des prix obligataires donnés est dégradée par les agences de notation, la conséquence est la hausse des taux,

¹³³ Ancienne Directrice Générale de Moody's France

donc une baisse des prix, et cela revient à réaliser un bénéfice virtuel par rapport à soi-même. De même, une hausse de la note fait baisser les taux et monter les prix, et donc il en découle une apparence de perte. Cette anomalie n'est pas que théorique, puisque par exemple la Deutsche Bank a comptabilisé 7,8 milliards d'euros en 2008 de gains de nature virtuels, Morgan Stanley 3,2 milliards...Par contre le rehausseur de crédit américain MBIA a publié une perte avant impôt pour le premier trimestre 2010 de 2,3 milliards de dollars, dont 2,2 sont imputables à la revalorisation. On se retrouve en plein paradoxe, notion qui nous a accompagné tout au long de ce travail de recherche.

L'IASB ne propose pas pour autant une nouvelle méthode, mais préconise d'isoler, dans la variation de la juste valeur des dettes financières, la portion qui découle d'une évolution de la qualité de crédit. Une partie, qui s'explique par l'évolution de l'environnement général sur le marché continuerait à être affectée sur le résultat net. L'autre partie, qui tient à l'évolution de la qualité de signature de l'émetteur serait comptabilisée dans « autres éléments du résultat global », et affecterait seulement les fonds propres. Même si c'est un soulagement, cette mesure ne veut pas dire que l'IASB va au fond des choses. Le débat autour de l'IASB est toujours à l'ordre du jour puisque, aux dires de Jérôme Haas, Président de l'Autorité des Normes Comptables, cette mesure pourrait s'apparenter à « un marché de dupes ».¹³⁴

Le problème central reste la notion d'illiquidité, qui entraîne des anomalies de marché (Annexe 2E). Ryan en 2009¹³⁵ recommande aux rédacteurs d'imaginer une revente des actifs dans des conditions hypothétiquement ordonnées, même si cela doit arriver dans un avenir plus ou moins lointain. L'horizon temps des transactions ne correspond pas forcément au calendrier comptable des bilans, ce qui est une source de dissonances dans l'approche de la valeur de marché ou du moins de décalage dans l'évaluation même de l'actif. A l'instar de la prime de risque pour les crédits, il est possible d'imaginer une prime d'illiquidité, mais qui serait encore plus difficile à établir que la prime de risque traditionnelle, compte tenu de l'opacité des prix de marché en matière même d'illiquidité.

¹³⁴ Propos recueillis par la Tribune le 17 mai 2010.

¹³⁵ Déjà cité *Restoring Financial Stability*, Acharya et Richardson, p225.

Enfin dernier développement en date est l'apparente divergence entre l'IASB et le FSAB américain. Ce dernier affirme sa préférence pour une utilisation totale de la juste valeur pour la totalité des actifs et des passifs bancaires, ce qu'on appelle la *full fair value*, alors que l'instance internationale basée à Londres reste sur une approche mixte avec une part assez belle au coût amorti. Même s'il ne s'agit que d'une proposition, et qu'il existe toujours des ponts de comparabilité entre les deux approches, il est néanmoins remarquable de constater cet écart de points de vue, alors que la convergence était le mot d'ordre précédemment. Encore une fois, la juste valeur reste un point extrêmement sensible.

Du côté du Comité de Bâle, dans le langage on est passé de Bâle II à Bâle III. Sans reprendre le réquisitoire contre les règles prudentielles, on peut dire que l'idée simple et appréciable de départ, pouvoir comparer la solidité des banques les unes avec les autres, n'est pas si facile que cela à mettre en musique. Du côté des fonds propres, le Comité travaille à identifier la qualité de ces mêmes fonds propres avec la notion de « core » Tier-1. Ce ratio ne pourra plus contenir que des actions ordinaires ou équivalent et les bénéfices mis en réserve. Les instruments hybrides, tels que les titres subordonnés, les intérêts minoritaires détenus dans d'autres sociétés financières, les actifs intangibles et les impôts différés actifs, alors qu'elles étaient réparties pour moitié dans le Tier-1 et Tier-2, seront désormais déduites à 100% du « core » Tier-1. La conséquence va être la diminution du ratio de manière automatique, alors qu'il devrait au contraire monter !

Autre grand chantier à l'étude au niveau des règles prudentielles est le ratio d'effet de levier, défendu par exemple par Hildebrand en 2008, dans un article sur les bénéfices d'un tel ratio¹³⁶. Ce ratio existe déjà mais il n'avait que le rang d'indicateur secondaire. Il semblerait qu'il rentre au niveau du pilier 1 des règles prudentielles. Parmi les arguments développés par Hildebrand en faveur du ratio d'effet de levier est le fait qu'il opère de manière indépendante et qu'il n'a pas besoin de modèles complexes et forcément critiqués. C'est un instrument complémentaire qui ne peut que renforcer la qualité de l'information des banques sur elles-mêmes et l'information qui

¹³⁶ Hildebrand P.(2008), *Is Basel II enough ? The Benefits of the Leverage Ratio*, Financial Markets Group Lecture, London School of Economics.

est communiquée aux superviseurs nationaux. Ce ratio permet de dégager des « coussins » pour mieux absorber les chocs en cas de stratégie financière imprudente des banques.

Il existe pourtant des inconvénients qui sont de trois ordres. Le premier relève du hors bilan. Comme le *leverage ratio* se calcule capital divisé par le total de l'actif, et comme le hors bilan n'est pas compris dans cette division, la tentation des banques sera évidemment de grossir la taille du hors bilan. Hildebrand répond à ces points négatifs en soulevant le fait que le ratio d'effet de levier n'est qu'un complément, ce n'est pas la seule source d'information quant à l'activité des banques. D'autre part, une partie du hors-bilan pourrait être introduite dans le calcul du ratio, comme c'est le cas au Canada. Le deuxième inconvénient est celui de la procyclicité. Hors, il semblerait que les fluctuations soient inhérentes à toute réglementation et que l'introduction du ratio d'effet de levier n'augmente pas plus la procyclicité des règles en tant que telles. Il ne peut que contribuer à une amélioration de l'information. Le dernier impact éventuellement négatif est celui sur la profitabilité des banques. Mais si l'on y réfléchit un peu, il est quand même juste de penser que les banques doivent supporter elles-mêmes une part plus importante de leurs pertes potentielles. Nous venons de voir à quel point le fardeau est lourd pour toute la société en terme d'emplois et de détresse humaine. On ne peut avoir tous les profits, quand il y en a, et ne pas subir les pertes quand elles sont là. Le capital a un coût certes, mais sur le long terme, l'investisseur s'y retrouve. Et le ratio d'effet de levier ne résout pas tout, il contribue à améliorer l'image informationnelle des banques, ce qui ne peut que aller dans le bon sens.

Une autre lacune de Bâle II est le peu d'importance qui avait été accordé à la liquidité, même si le pilier 1 était supposé traiter de la solvabilité. Le Comité propose l'introduction de deux ratios de liquidité. Le premier est le *liquidity coverage ratio*, qui obligerait les banques internationales à détenir un stock d'actifs facilement négociables, sans risque qui leur permettrait de tenir trente jours en période de crise, pour faire face à d'éventuels retraits massifs de déposants. Le second, *net stable funding ratio* cherche à atteindre le même but avec un horizon temps différent, puisque l'objectif est un an. La contrainte est évidemment plus lourde.

Enfin, une dernière proposition pour Bâle III est de moduler les ratios en fonction de l'activité et du risque couvert. En jouant sur les ratios, on fait supporter le coût du risque à ceux qui en prennent le plus. Certains vont jusqu'à suggérer un ratio entre 20 et 25 % pour les activités de marché et l'abaissement de celui du crédit pour alléger la sortie de crise à 4 ou 5% (Matouk 2010). Après tout, la prime de risque est une notion de marché essentielle. La Grèce a été pénalisée du fait de cette même prime : endettement plus cher parce que risque plus important ! Une autre question reste pour nous ouverte : le risque opérationnel mérite-t-il toujours sa place dans le pilier 1 et avec une pondération de 8%. Nous pensons, comme Danielsson en 2001 et 2008, que le risque opérationnel reste un danger à dimension interne, et que s'il devait rester dans le pilier 1, il serait peut-être bon de diminuer son poids par rapport aux risques crédit et de marché.

Ce qui apparaît pourtant le plus important est le risque systémique et sa maîtrise. Nous rejoignons ainsi le concept de cindynique. Le risque systémique relève de la cindynique financière et le paradoxe doit faire place à la réalité sans principe de précaution. Le risque systémique est celui qui met le système en danger, à travers un risque financier et la contamination qui s'ensuit à l'économie dans son ensemble (Acharya et alii 2009, p283). En 1996, Aglietta décrit les perturbations qui sont de trois ordres¹³⁷. La première est la propagation d'une dynamique de prix déstabilisante, qui est elle-même le fruit de tensions macroéconomiques. Les *subprimes* rentrent parfaitement dans cette analyse : les prix de l'immobilier qui montent sans fin pour s'effondrer par la suite, sont bien effectivement le signe avant-coureur de la présente crise. La deuxième perturbation est l'incertitude sur le risque crédit des marchés de gré à gré, due à une information asymétrique. Nous retrouvons Minsky et l'hypothèse de l'instabilité financière. Nous venons de développer l'extraordinaire opacité des marchés de gré à gré et nous avons préféré les marchés organisés pour l'avenir, exception faite du marché des changes. La disparition de la demande sur les produits OTC n'est qu'un des inconvénients, à quoi il faut ajouter par exemple l'opacité, alors que nous sommes en quête de transparence. Tel est l'esprit des normes IFRS et des règles prudentielles. Enfin la troisième perturbation porte sur la liquidité. Là aussi,

¹³⁷ Aglietta M. (1996), *Financial Market Failure and Systemic Risk*.

nous avons déjà évoqué ce point, nous avons connu un immense assèchement de l'interbancaire, alors que nous venions d'une pléthore de cette même liquidité. Les trois ingrédients étaient bien réunis donc pour que nous connaissions une crise sans précédent, dont les conséquences nous atteignent encore. Ces trois ingrédients amènent à une discontinuité dans les engagements financiers des pays qui participent le plus au système.

On l'aura compris avec ce qui précède, les marchés de dérivés sont de loin les plus dangereux. « Les marchés dérivés de gré à gré sont des sources importantes de risque pour les institutions financières qui les émettent, les teneurs de marché sont peu nombreux et concentrés. »¹³⁸ Nous retrouvons aussi le facteur peur de Read et l'incertitude, car lorsque les marchés ont peu de profondeur, sans marché secondaire par exemple, les ventes massives déclenchent des mouvements de grande ampleur, puisqu'encore une fois la demande disparaît.

Aglietta dans cet article de 1996 évoque la Barings et sa faillite. Nous avons mentionné déjà l'affaire qui pouvait être portée à charge dans notre plaidoyer des marchés organisés. Il est temps de reprendre cet exemple qui a marqué un énorme dysfonctionnement dans l'organisation du *front* et du *back office*. Le risque systémique a été frôlé, plus par excès de réaction que par manque de réaction. En résumé, le jeune *trader* Nick Leeson de la Barings à Singapour, très conscient du pouvoir qu'il détient au volant de ses téléphones, part sur l'idée que le marché boursier japonais doit remonter. Il achète des contrats futures sur indice Nikkei. Mais comme le marché continue à baisser, il fait des moyennes, manière très dangereuse de se donner l'illusion qu'on n'est pas loin du prix. Il convient de préciser que ce *trader* est en même temps responsable des opérations de marché et qu'il gère les appels de marge et les opérations de compensation. Autant dire, qu'il s'auto-protège dans l'obstination. Même mieux, la non-séparation des pouvoirs et des tâches est une erreur grave, que l'auteur a personnellement vécu. Au tout début du desk futures et options initié à Luxembourg, la personne en charge du *back office* était même assis à la table de *trading*. En matière de management des risques, cela semble une aberration aujourd'hui, mais dans l'enthousiasme de ces nouvelles activités, le respect de

¹³⁸ Aglietta déjà cité.

procédures élémentaires est passé bien après. Heureusement que nous étions des *traders* raisonnables ! Pour revenir à Leeson, il va même jusqu'à vendre des options *puts* pour encaisser les primes et être capables de répondre aux *margin calls*. La vente de *puts*, qui est le signe qu'il croit toujours que le marché va monter, souligne son entêtement à croire que le marché doit aller dans son sens. Le *reporting* auprès de la maison mère est naturellement falsifié, et non au sens poppérien du terme et la maison mère, si loin à Londres, ferme les yeux sur ses opérations de marché qui ne l'intéressent guère. On connaît la suite. Leeson dans son délire haussier aurait pu peut-être revoir son prix, expression bien connue aussi des joueurs, il aurait pu se refaire, si le tremblement de terre de Kobe n'avait précipité l'affaire. La fin est la disparition de la Barings rachetée par ING et démantelée au fil des années au travers de plusieurs fusions-acquisitions.

Cet épisode semble en contradiction de notre affirmation de marchés organisés plus sûrs. Et pourtant, l'action des uns et des autres, dès que Leeson a avoué sa forfaiture par lettre à la direction anglaise, a été extrêmement rapide, mais la coordination internationale a fait défaut. La Banque d'Angleterre en tant que *Lender of last Resort*, cherche à trouver une solution rapide, de manière à ne pas entacher sa réputation. Le SIMEX ne pense qu'à sauver son marché à terme et à éviter tout vent de panique. Ils ont réagi avec un excès de prudence en voulant geler tous les opérations et doubler les appels de marge. L'effet a failli aboutir à la situation inverse, car le gel des opérations et le doublement des *margin calls* a été interprété comme le moyen d'éponger les dettes de la Barings et du coup a encore augmenté la méfiance des intervenants à l'égard du SIMEX. C'est la CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) qui est alors intervenue pour déclarer qu'il n'y aurait pas de gel de l'argent et que les appels de marge ne seraient en aucun cas destinés à payer la faillite de la Barings.

Le risque systémique a donc été évité et une intervention efficace et pertinente a permis d'arrêter le feu qui brûlait dans les marchés organisés. La même intervention sur un marché de gré à gré n'aurait jamais eu la même résonance, ni le même résultat. La seule victime est la Barings et sa direction générale qui n'a pas voulu ouvrir les yeux . Nous y reviendrons un peu plus loin.

Réguler le risque systémique est certainement un vœu pieux, mais quand on passe au plan politique, la question devient plus délicate. Si l'on regarde le G8/G20 canadien de juin 2010, l'échec d'une taxe globale approuvée par tous les participants, n'est pas bon signe. Les défis pour arriver à maîtriser le risque systémique est d'abord de le mesurer et d'avoir une juste répartition de la charge de ce risque systémique sur tous les participants. Acharya et alii (2009, p284) développent l'idée que la régulation du risque systémique peut être atteinte par la mise en place d'outils relevant du *risk management*, à un niveau macroéconomique dans le cadre de la régulation des institutions financières. D'autre part, cette régulation aurait aussi pour fondement un système basé sur le marché qui serait capable de déterminer la charge de chaque institution en fonction de sa contribution au risque systémique. Le régulateur devra définir les outils et la part de chacun. Le régulateur en charge du risque systémique s'inscrira dans un ensemble de gestion globale des risques et devra par exemple définir *ex ante* les besoins en capital et les contributions pour garantir le capital nécessaire. Une autre des solutions avancées par les auteurs est d'imposer la souscription d'une assurance par les institutions financières contre leur propre risque de perte. En cas de bonus, l'argent ne va pas à la banque, mais à l'instance de régulation ce qui a pour avantage d'inciter les banques à limiter leur risque systémique, d'avoir une approche marché de ce risque qui se reflète dans la prime d'assurance et d'éviter une prise de risque dangereuse, puisque le bonus va au régulateur. Le grand avantage d'une telle solution, c'est qu'elle tisse des liens entre les institutions financières et le régulateur en charge du risque systémique et qu'elle peut diminuer de manière notoire la procyclicité si funeste à tous.

Nous devons arriver à réguler le risque systémique pour le bien de tous. Les faillites de Bear Stearns et de Lehman Brothers sont des exemples qui doivent rester dans nos esprits. Et pourtant, à postériori, on se dit que Lehman a été sacrifié au titre de l'exemple. Une des explications est de dire que la *Federal Reserve* a voulu donner une leçon à un des fers de lance de la banque d'affaires. Cette leçon a failli nous coûter très cher à tous. Si on fait le lien avec ce qui précède, Acharya et alii proposent de mesurer le risque systémique de la manière suivante et complètement dans l'esprit des accords de Bâle :

$$FP_{rs} = s \times PMA \% \times A$$

Où	FP_{rs}	=	les fonds propres nécessaires pour couvrir le risque systémique
	s	=	le facteur systémique, choisi et imposé par le régulateur
	$PMA \%$	=	perte marginale attendue en % des actifs
	A	=	les actifs de l'institution financière

Cette maîtrise du risque systémique sera certes un progrès, mais encore une fois, il faut passer au plan politique : une réelle volonté des politiques doit voir le jour avec beaucoup de fermeté. Il semble que nous en sommes encore loin. Et cette mise en œuvre devra se doubler d'une coopération internationale. On voit mal certaines banques dédier une charge en capital pour protéger le système contre son propre risque de faillite totale et que d'autres ne le fassent pas. Toute charge en capital a un coût, ce coût se répercutera dans les prix offerts au public et sur les marchés. Dans un monde globalisé et hautement compétitif, ceux qui penseront en terme de sécurité macroéconomique risquent de se voir pénaliser, tant par leurs concurrents directs que par leurs clients.

Cette remarque nous amène donc à poser la question du superviseur, son identité, son autorité et sa sphère d'influence.

4.2.1.2 QUEL SUPERVISEUR ?

Dans « le rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières », rendu par B.Deletré début 2009 les premières bases d'une supervision nouvelle sont posées. Certains professionnels ont été déçus par l'ambition raisonnable en quelque sorte du rapport. Il ressort principalement que la commercialisation des produits financiers et d'assurances devra être soumise à l'unique approbation de l'AMF, qualifiée par le rapport « du contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle des services financiers et ce pour l'ensemble du secteur financier ». Le

rapport veut introduire une convergence européenne, tout en gardant le niveau national pour la supervision. Si les métiers de la banque et de l'assurance restent deux métiers distincts, la mission recommande le rapprochement du contrôle de ces deux activités au sein d'une même autorité, l'Autorité de Contrôle Prudentiel, adossée à la Banque de France, ce qui fonctionne depuis mars 2010. Par contre, les fonctions de supervision et de sanction doivent être séparées.

Ce superviseur que nous attendons fait l'objet de nombreuses analyses. Face à un monde financier globalisé, les supervisions restent malheureusement au niveau national, au mieux européen. Cette asymétrie (Pauget 2009) voit s'affronter les faiblesses du système, qui devra être à même de contrôler au mieux cinq risques. Ces points consistent d'abord en une couverture limitée de la supervision actuelle. Une partie non négligeable échappe à la réglementation, ce sont les banques de l'ombre ou les non banques. Nous venons de mentionner l'asymétrie d'une finance globale face à des pays qui parlent de plusieurs voix, mais aussi des règles prudentielles qui ne sont pas appliquées aux Etats-Unis. Il faut ajouter la procyclicité induite par les dispositifs existants, que nous avons largement développés précédemment. Le superviseur devra alors être à même de gérer sans jouer l'empilement des réglementations, au risque de rendre l'architecture lourde et peu réactive. Qui dit empilement de règles peut aussi dire accumulation d'exigences de fonds propres, sans avoir les bons outils. Et une accumulation d'exigence va entraîner un ensemble de règles prudentielles compliquées qui pourrait avoir des conséquences sur l'innovation financière. La tentation peut aller jusqu'à détourner un amas de règles incompréhensibles en jouant justement sur l'innovation financière. Enfin à force de séparer les approches micro et macroéconomiques, la vision de l'économie devient parcellaire et nuit à l'efficacité de la politique monétaire sur l'économie réelle.

En 2002, Borio et Lowe ont tenté de mettre en place des outils d'alerte pour annoncer les crises bancaires qui seraient autant d'outils pour les autorités et le superviseur. Ils défendent l'idée qu'il serait possible de créer des indicateurs susceptibles d'évaluer le risque de crise financière avec une relative fiabilité. Les résultats de l'étude publiés dans le rapport trimestriel de la BRI, au cours de l'année susmentionnée, même s'ils apparaissent satisfaisants, ne permettent pas d'être affirmatifs sur la précision

statistique. D'autre part, les crises restent des phénomènes rares et il est difficile d'affirmer que le passé peut ouvrir un aperçu sur ce qui nous attend à l'avenir. Il est pourtant tentant d'imaginer détenir un instrument qui fonctionnerait comme un système d'alarme dans une vaste demeure, objet de maintes convoitises ! Seule une volonté en amont et une impitoyable lucidité pourront nous aider à prévenir les futures crises.

La supervision du système financier devra être internationale si elle veut être efficace. Elle sera donc confiée à une institution internationale. Parmi les institutions existantes, le Fonds Monétaire International a joué, aux yeux du monde, un rôle prédominant. D'autres, comme Aglietta (1999), préfèrent la Banque des Règlements Internationaux (BRI), qui est le siège des superviseurs nationaux de toutes les grandes banques mondiales. Comme la BRI abrite également le Comité de Bâle et l'ancien Forum de Stabilité Financière, devenu depuis le G20 d'avril 2009 à Londres, le Conseil de Stabilité financière, on pourrait imaginer la conjonction entre la régulation prudentielle et la régulation systémique.

L'image qui demeure néanmoins est la réactivité du FMI, en étant partie prenante des décisions prises en pleine tourmente. D'autre part, le fonds a intensifié sa surveillance macroéconomique et financière. A la fin de 2008, la coopération internationale paraissait une et indéfectible. L'intensité de la crise et la volonté de coopération internationale suivent des courbes ascendantes et parallèles. Lorsque le danger s'éloigne, en apparence, il est beaucoup plus difficile de progresser dans la même direction, comme en atteste l'échec partiel de la taxe bancaire au sommet du G20 à Toronto. Chacun va faire sa taxe, ou pas, dans son coin. La finance globalisée est confrontée une fois de plus à une fragmentation de la volonté politique. Déjà Keynes avait proposé de faire du FMI « une Banque centrale mondiale ». Cette idée a été reprise par Gordon Brown en 2008. Pourtant, si on peut dire que le FMI est le pompier quand les finances brûlent, et l'architecte quand il faut construire un nouvel ordre financier mondial, il faudra plus que cela pour arriver à jouer le rôle de superviseur de la finance internationale, d'abord en termes de ressources, même si elles ont considérablement augmenté, et surtout en terme de volonté politique. Donner la supervision de la finance au FMI n'est pas seulement lui donner un pouvoir

économique, mais aussi un réel pouvoir politique, qui se rattache à la notion de *Lender of last resort* (Thornton 1802).

La notion même de prêteur en dernier ressort est attaché à la fonction de banque centrale qui seule peut essayer de faire émerger du chaos un semblant d'ordre retrouvé. La fonction est « totalement discrétionnaire »¹³⁹ et entièrement tournée vers un retour à la stabilité des marchés contaminés. Il n'y a ni cadre, ni limite, puisque le prêteur doit tout mettre en œuvre pour rassurer un retour à la confiance : nous sommes au cœur de la « souveraineté monétaire »¹⁴⁰. Hors comme la coopération internationale est loin d'avoir atteint ce degré d'intégration, il faut reconnaître que la supervision restera l'œuvre des banques centrales nationales et des différentes instances s'y rattachant. Il est bien dommage que nous n'ayons pas saisi l'occasion de la crise, pour remettre de l'ordre dans les finances mondiales.

Même si la vision d'un superviseur universel s'éloigne pour le moment, on peut néanmoins imaginer son environnement. Sheila Blair (2009), présidente du FDIC¹⁴¹, fait référence à l'éventuelle apparition d'un régulateur du risque systémique, qui aurait une fonction de surveillance des positions importantes ou en forte augmentation, d'analyse du potentiel de contagion avec un large pouvoir d'investigation et de contrôle, auquel s'ajouterait un rôle de réglementation prudentielle. Sans rejeter complètement cette idée puisque, le superviseur international pourrait alors, en plus de toutes les missions que nous venons de développer, être en charge du risque systémique ou avoir une branche uniquement en charge de cet aspect. Blair a des doutes sur les pouvoirs préventifs d'un tel régulateur. Elle préfère des méthodes plus classiques, comme la limitation de la taille des institutions et limiter la complexité des produits, sans parler du passage des dérivés sur des marchés organisés, ce qui rejoint notre analyse.

Mais si nous sommes en quête de ce superviseur aux super pouvoirs, nous sommes confrontés à un problème de « gouvernance financière internationale » (Cartapanis

¹³⁹ Aglietta déjà cité.

¹⁴⁰ idem

¹⁴¹ *Federal Deposit Insurance Corporation* : agence fédérale américaine qui assure en partie les dettes financières des institutions financières américaines et qui garantit les dépôts bancaires faits aux Etats-Unis

2009). Il s'agit de définir des règles qui permettent la stabilité des marchés, de prévenir et gérer des crises, en préservant l'échelon national et en développant des procédures multilatérales. Tout le problème va résider dans l'équilibre ou non entre le national et le multilatéral. Si nous espérons donc un superviseur international capable d'être le chef d'orchestre d'une nouvelle finance responsable, il faudra que les Etats renoncent à une partie de leur « souveraineté monétaire » et c'est parce qu'ils ne sont pas encore prêts à le faire, que nous irons de déception en crainte d'un nouvel assaut de la crise.

Au cours de notre recherche du superviseur idéal, nous avons rencontré la notion de gouvernance, que nous allons développer sous deux angles différents. D'abord nous allons illustrer la gouvernance bancaire à travers l'exemple de l'affaire Kerviel, puis nous ferons un retour sur l'observation participante et des leçons à tirer à ce niveau là.

4.2.2 DE LA GOUVERNANCE FINANCIERE ET BANCAIRE

Il apparaît que le rôle du superviseur, ses missions et sa dimension même dépendent de la volonté politique. Hors les Etats ne sont pas de taille à lutter contre une finance globalisée, sorte de forteresse imprenable par des états divisés. Comme les pays sont loin encore d'appeler de leurs vœux une instance supranationale, il est temps de penser à la mise en œuvre d'une gouvernance financière mondiale (Sinapi 2005). Minsky qui est l'un des points d'ancrage de la présente recherche, est obsédé tout au long de ses écrits par un retour aux fondamentaux, par le biais « d'institutions efficaces pour assurer la stabilité financière »¹⁴². Nous venons de voir que le superviseur si nécessaire, fruit d'une véritable coopération internationale, n'est toujours pas là. Minsky ne nomme pas l'institution qui pourrait efficacement gérer les crises et le risque systémique, contrairement à Keynes. Mais il définit trois niveaux : les autorités qui font les règles, les administrations qui contrôlent le suivi des règles, enfin les institutions et usages qui sont le résultat du comportement des intervenants (Sinapi 2005). Les crises sont le résultat d'un relâchement de la barrière orthodoxe (Minsky 1986). Autrement dit, bercés par l'illusion de sécurité et aveuglés par le refoulement cindynique, nous avons baissé notre garde. Nous n'avons pas su nous protéger nous-

¹⁴² Cette notion est reprise dans une série d'articles 1992-1994-1996.

mêmes. Minsky appelle à une gouvernance du système financier, renforcé par un interventionnisme salvateur et remettant les compteurs à zéro. « Le laisser-faire est une prescription pour le désastre économique » (Minsky et Wahlen 1996)¹⁴³. La gouvernance peut aussi s'entendre, au-delà de la vision actionnariale, à une échelle partenariale qui dépasserait d'ailleurs la relation actionnaires – dirigeants, mais qui pourrait englober toute la variété des utilisateurs de la comptabilité (Charreaux 2000).

Revenons vers donc vers un exemple de laisser-faire catastrophique en reparlant de l'affaire Kerviel et des dérivés, toujours sous l'angle de l'observation participante.

4.2.2.1 UNE AFFAIRE DANS LA CRISE

L'affaire de la Société Générale début 2008 rappelle à tous les intervenants de marché que la crise des *subprimes* se prolonge de multiples façons. Pourtant la perte est une perte de marché sur dérivés. Comme le climat n'est pas à la confiance, le scandale éclate dans un contexte très défavorable. De prime abord, cette histoire vient en contradiction de notre préférence pour les marchés organisés, et pourtant en même temps vient renforcer notre conviction.

Les marchés dérivés croissent de manière spectaculaire depuis leur passage des matières premières aux instruments financiers début des années 70. Leur croissance n'a pas fini sa course ascensionnelle, car ce sont des instruments de couverture, de spéculation et aussi une énorme source de revenus pour les banques (Capelle-Blancard 2009) et les sociétés de bourse type Euronext. Nous l'avons déjà mentionné, mais la gamme des produits se décline à l'infini, du produit financier classique à des dérivés climatiques ou tout ce qui touche à l'émission de dioxyde de carbone et autres substances toxiques, cotés sur le marché *Green Exchange Venture*¹⁴⁴. Quand l'auteur a commencé dans les marchés organisés, il était dit que les dérivés étaient des produits dérivés d'un sous-jacent et que la livraison impliquait que le future ou l'option relié(e) à ce sous-jacent ne pouvait jamais s'éloigner vraiment de sa base cash, car il y avait livraison. Il est à noter que depuis et pour les contrats à terme sur indices boursiers, il

¹⁴³ Cité par Sinapi (2005).

¹⁴⁴ Page suivante, est présenté le contrat future avec pour sous-jacent le CO2.

n'y a pas livraison du sous-jacent. On voit mal comment on livrerait un indice CAC 40. Ce type d'opérations permet vraiment de jouer une tendance à la hausse ou à la baisse, sans avoir à choisir un titre en particulier. Par contre, de très nombreuses études empiriques démontrent pratiquement de manière unanime que les produits dérivés n'augmentent pas la volatilité des marchés sous-jacents et au contraire stimulent le marché du sous-jacent (Capelle-Blancard 2009). Nous retrouvons la notion de liquidité, *speed and ease*, que nous avons déjà évoquée.

Pour illustrer cette palette de produits, voici repris ci-dessous les caractéristiques des contrats à terme sur CO2 eux-mêmes reliés aux quotas attribués aux pays qui émettent des gaz à effet de serre. L'idée est que compte tenu des mesures prises pour diminuer l'émission des gaz, un pays va réussir à être ou non en dessous de ses quotas. C'est le pari qui est fait sur les contrats à terme. Le prix de la tonne peut s'établir à 30 Euros, mais si un pays annonce un total inférieur à son quota, le sous-jacent s'effondre et donc le prix du contrat à terme aussi. Sur quelles bases se calculent les anticipations ? Les fondamentaux pour spéculer sont le progrès technologique et la croissance, moins les effets de la réduction des gaz à effet de serre. On voit tout de suite à quel point les produits se diversifient et aussi que l'on peut faire des prix sur tout. Nous évoluons toujours dans un monde binaire.



Carbon-Based Contracts



European Union Allowance (EUA) Futures Contract

Contract	European Union Allowance (EUA) Futures
Symbol	Globex: EUA ClearPort: RC
Trading unit	CO ₂ EU Allowances; each EU Allowance is an entitlement to emit one ton of carbon dioxide equivalent gas
Quotation	Euros (€) and cents (c) per allowance
Contract size	1,000 CO ₂ EU Allowances
Minimum tick	€0.01 per allowance (i.e. €10.00 per lot)
Contract listings	March, June, September, December 2010; December 2011; December 2012; December 2013
Last trading day	Two business days prior to the first business day of the contract month
Venues	CME Globex; CME ClearPort
Trading hours	CME Globex: 6:00 PM Sunday-5:15 PM Friday Eastern Time; 45-minute break, Monday-Friday, 5:15 PM-6:00 PM Eastern Time CME ClearPort: Monday-Friday, 6:00 AM - 5:15 PM Eastern Time
Delivery	Physical delivery occurs at the UK Emissions Trading Registry (UK Registry) two business days after the last trading day
Fee	\$3.00 per contract
Clearing	CME Clearing for NYMEX CME ClearPort (clearing for off-exchange EFS, EFP contracts only)
Margin	
Speculative	Initial - €1,375; Maintenance - €1,250
Hedge/Member	Initial - €1,250; Maintenance - €1,250

Revenons cependant à la Société Générale, puisque nous avons relaté l'histoire de la Barings dans le cadre du risque systémique. Le procès en cours de J.Kerviel nous dira quelle qualification la justice donnera aux agissements du *trader* incriminé. Ce que nous savons aujourd'hui est qu'un *trader*, apparemment seul, est responsable d'une perte de 4,9 milliards d'Euros, sur les marchés organisés d'indices boursiers allemands (Annexe 2B). Nous ne pouvons que constater une défaillance au niveau des systèmes de contrôle, puisque le système interne à la banque a envoyé des signaux d'alerte que personne n'a entendu. Nous sommes en pleine cindynique avec des procédures de danger immédiat qui sont en place et personne qui ne réagit! En fait, dans le cas qui nous occupe, il y a deux choses : les *traders* sont des vedettes dans les banques, souvent insupportables, détestés, envieux qui touchent beaucoup d'argent. Certains sont même des terreurs autant pour leur propre *back office* que pour les personnes chargées de les contrôler. Le même *trader*, quand il gagne ou quand il perd n'est pas le même individu, même si, pour reprendre l'expression citée par Capelle-Blancard, « face je gagne, pile la banque perd ». Pour faire ce métier il faut une personnalité à toute épreuve, mais l'empathie n'est sûrement pas la qualité dominante chez les intervenants qui gèrent de très grosses positions. La passion des *market makers* est telle qu'ils s'approprient la réputation de la banque où ils travaillent. La Société Générale et son département Dérivés Actions arrivait parmi les premiers au monde dans ce type d'activités. Les modèles mathématiques ne peuvent pas prévoir les dérapages de comportement, même si la prise en compte d'un risque de marché, attachée à un risque opérationnel qui se transforme aussi en risque de crédit, est un événement assez rare. Capelle-Blancard mentionne les travaux en sciences sociales pour remédier à des exacerbations extrêmes de l'ego, comme la sensibilisation des intervenants de marché à la psychologie du risque et la diminution de la culture du vedettariat. Il est remarquable de constater que J.Kerviel a gagné en calme avec le recul, par rapport à ses premières interventions où il voulait être le meilleur *trader* du monde !

Un autre aspect qu'il faut aborder pour illustrer l'exemple choisi est l'ampleur des gains et des pertes. Un *trader* qui gagne va prendre de plus en plus de risque. Une des premières défenses invoquées par le *trader* en question, c'était de dire que lorsqu'il

gagnait beaucoup d'argent, ses supérieurs ne se préoccupaient pas de savoir s'il était dans les limites ou pas. Plus il gagnait, plus la prise de risque était élevée, car on est convaincu à un moment, dans cette sorte d'engrenage, qu'on va battre le marché et effectivement qu'on sera le plus grand *market maker* de tous les temps ! L'énormité de la position de Kerviel n'est pas arrivée du jour au lendemain. Il l'a construite opération après opération, colmatée avec de plus en plus de confiance et laissée grandir à l'image de l'opinion qu'il avait de lui-même. Chaque intervenant de marché a dans l'idée aussi que tout n'est qu'une question de temps. Un vieux cambiste, un jour, m'a dit : on revoit toujours son prix, il faut simplement prendre le temps ! Pour Kerviel, un mois plus tard le marché lui donnait raison. Mais si on raisonne comme ça, les pertes peuvent être aussi sans fin, car le temps, c'est de l'argent !

Cela dit, aujourd'hui la question que l'on se pose tous est: comment a-t-il pu agir seul ? Les salles de trading, même si elles bénéficient des dernières techniques d'isolation contre le bruit sont des espaces ouverts, où on entend relativement bien ce qui se passe autour d'une table de trading. Personnellement j'ai dirigé une équipe de huit cambistes, puis, plus tard, de trois intervenants. On apprend à avoir une ouïe démultipliée et autant de bras que les pieuvres pour pouvoir conclure plusieurs deals en même temps. Qu'un homme dérape dans un univers aussi gigantesque, roulette surdimensionnée à l'échelle du monde, sur des produits avec des effets de levier presque magique, on peut encore l'entendre. Mais que tout un département, composé de plusieurs individus avec un *back office* hautement qualifié pour gérer ce type de produits, passe à travers tous les appels de marge, les contrôles et les reportings de résultats, cela paraît relever du cas d'école en matière de *mismanagement*. Il est vrai que les produits sont complexes, que l'inexpérience des *traders* au *front* et au *back office* est souvent invoquée, qu'une période d'apprentissage pour arriver à maîtriser les instruments est absolument nécessaire. Mais on ne peut qualifier une banque comme la Société Générale de novice en la matière. Elle était dans les leaders mondiaux.

4.2.2.2 CONSEILS AUX BANQUES

Arrivé à ce stade, le chercheur qui a observé et vécu les marchés de l'intérieur ne peut que lancer un appel à l'autorégulation des banques et les inciter à prendre les commandes de leur *trading room*. Nous avons déjà affirmé une nette préférence pour les marchés organisés, de loin supérieurs en sécurité par rapport aux marchés de gré à gré. Il va falloir ouvrir les yeux désormais. Quand les bénéfices s'accumulent, les directions ont tendance à fermer les yeux en savourant les conséquences en monnaie sonnante et trébuchante. Mais quand les pertes arrivent, on désigne un bouc émissaire.

Pendant près de sept ans dans une banque, les gains de notre desk n'ont pas arrêté de monter. A l'époque, les salaires ne pouvaient se comparer en rien avec ceux d'aujourd'hui. On recevait une prime de fonction, qui n'était pas un bonus, mais plutôt un treizième mois un peu épais. L'incitation était d'abord psychologique, car nous devions gagner, puis défendre notre réputation. Maintenant, les opérateurs ont des parties fixes de rémunération assez raisonnables, mais affectées d'un coefficient multiplicateur qui aboutit aux rémunérations gargantuesques à plusieurs zéros. Tout en travaillant dans une banque assez conservatrice, nous avons finalement une grande liberté d'action. Le *back office* assurait le paiement des transactions et le seul contrôle qui était pratiqué était le calcul de l'encours maximum autorisé toutes devises confondues *overnight*. Le plus drôle c'est que l'évaluation était faite le lendemain : si on avait fait un dépassement, on avait déjà dormi dessus ! Plus étonnant encore, quand on voulait garder des plus grosses positions, on allait demander au directeur, qui avait son bureau à côté de la salle, son autorisation. Nous avions alors deux sortes de dialogues : soit on était en gain, et on pensait qu'on allait gagner beaucoup plus, ce à quoi invariablement il nous demandait : vous êtes sûrs ? Si vous êtes sûrs allez-y ! Ou alors on était un peu coincés et on voulait attendre le lendemain pour améliorer les choses, avec quand même des *stop loss* et *stop profit* pendant la nuit. Le lendemain, le directeur arrivait en nous avertissant qu'il fallait qu'on sorte sans perte ! C'est vrai que les marchés n'étaient pas autant globalisés qu'aujourd'hui, mais quelle inconscience !

Plus tard, dans un autre établissement, nous ne voyions le directeur de la banque que lorsque les marchés secouaient très fort. En octobre 1987, il est rentré en disant : soyez

prudents ! Et en 1991, lors de la première Guerre du Golf, comme notre filiale de Singapour a téléphoné en pleine nuit pour nous avertir que les américains attaquaient au Koweït, nous étions tous au bureau à 5 heures du matin. Notre patron est arrivé avec des croissants et une seule question : on est dans le bon sens ? Et nous n'étions pas un cas isolé. Simplement on découvre les lacunes, quand il y a un accident. Le problème est quand l'accident arrive, il est en principe énorme. L'affaire Maddoff, qui rentre dans l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky avec le *Ponzi scheme*, laisse encore pantois par son énormité. Mais sans cela, en aurions-nous parlé ?

Au delà de ces comportements caricaturaux, mais vrais, il faut être sûr des gens qui sont aux commandes du *trading room*. Les personnes les plus raisonnables peuvent se laisser happer par le marché. Encore une fois, les pertes restent les souvenirs les plus douloureux. Les banques doivent absolument repenser l'organisation de leur salle des marchés : en termes de produits traités, de volume *intraday*, *overnight* ou pas, avec des limites de pertes et aussi de profits. La tentation de gagner encore plus peut faire manquer un petit profit qui se transforme en grosse perte. C'est à la direction de définir la forme et le fond de l'activité : autoriser la spéculation ou pas et sur quelles bases ; si elle n'est pas autorisée, y a-t-il un volant de liberté ou pas du tout ? Ce sont souvent des interrogations qui existent dans le monde de l'entreprise. Les grosses sociétés ont tendance à jouer de leur énorme volume pour faire bouger les marchés : quand on a 300 millions d'euros à vendre contre dollar, il n'est pas difficile d'en vendre 50 millions de plus, pour racheter un peu plus bas le surplus. Parmi les entreprises, il y en a qui n'ont aucune délégation pour dépasser le montant à vendre ou à acheter. D'autres ont beaucoup plus de libertés. Certaines, au moment de la grande faiblesse du franc français dans le début des années 80, avaient notoirement pris des positions contre le franc, alors qu'elles vivaient des commandes de l'Etat français. La frontière entre la couverture et l'anticipation doit être claire aussi bien dans le secteur industriel que financier. Les banques doivent s'imposer des limites internes indispensables à leur activité. La plupart des banques cantonales en Suisse, par exemple, à l'époque où l'auteur était dans les marchés, n'avaient aucune marge de manœuvre et appelaient pour traiter ce qu'on appelle des montants ou des périodes brisées : des sommes précises à la virgule près, pour une durée de cinq mois et trois

jours par exemple. Les *markets makers* sont là pour faire ce genre d'opérations pour garder aussi ces contreparties, qui représentent un fonds de commerce intéressant.

Une autre façon d'améliorer le comportement des marchés et des gens qui y travaillent est de changer la relation contrôleurs-contrôlés (Annexe 2A). Les contrôleurs se doivent de comprendre ce qui se passe dans une salle des marchés, malgré toute l'opacité due à la complexité des opérations et à l'ésotérisme du langage. Il suffit de lire les échanges de Kerviel avec le président du tribunal, lors de son procès en juin 2010, où justement il fait état d'un jargon incompréhensible dans le déroulement des opérations. Un autre écueil que nous avons mentionné précédemment est que les *traders* sont des vedettes. Ils se croient souvent au-dessus des lois, parce qu'il font de l'argent avec de l'argent, si tout va bien. Ce sentiment de roi de tel ou tel segment est renforcé par les rémunérations et creuse l'écart aussi avec les contrôleurs, qui eux sont rémunérés de manière normale. On assiste à l'instauration d'un triple écart en terme de réputation, de rémunération et aussi d'éducation. Nous l'avons déjà mentionné, mais jusque dans le milieu des années 80 les cambistes étaient des hommes de terrain, qui évoluaient dans un univers très masculin. Avec l'introduction des produits dérivés, le niveau d'éducation s'est brusquement accru avec les polytechniciens et docteurs en mathématiques qui sont rentrés dans les salles. L'intelligence pure a succédé au savoir-être et à l'intuition, confortée par des années d'expérience. Pas une réglementation aussi complète soit-elle ne peut dompter le marché et ses risques inhérents. La juste valeur est peut être une valeur de marché, mais jusqu'où ? Nous avons vu à quel point les modèles peuvent se retourner contre leurs créateurs. Bâle II a voulu couvrir un large éventail de risques, en hypertrophiant les uns et en passant à côté des autres, mais les banques vont devoir acquérir des compétences autour de leurs *trading rooms*. Les directions générales ont l'impérieuse obligation de dépenser non seulement pour le dernier équipement à la mode pour essayer de faire du profit, mais aussi dans du savoir-faire et des procédures pour contrôler leurs intervenants (Annexe 2D). La Barings a disparu parce que les opérations un peu sophistiquées avaient été expédiées à l'autre bout du monde ; Calyon a perdu 300 millions environ à l'automne 2007, parce qu'un *trader* avait outrepassé ses limites, alors que le même *trader* affirme que sa hiérarchie savait... Il va falloir faire œuvre de salubrité si on veut un jour voir la fin de cette crise. Pour certaines banques, cela peut vouloir dire renoncer à

faire des opérations pour compte propre, ou ne pas traiter sur certains marchés. Pour gagner, il faut s'en donner les moyens, et de vraies compétences de contrôle sont absolument nécessaires.

Pour conclure, nous dirons, comme à chaque fois que le danger s'éloigne, la tentation de repartir sur des anciens schémas est difficile à contenir. Nous avons vu que l'efficacité des marchés, même si elle est décriée, y compris dans les rapports officiels comme le rapport Marteau-Morand, a imprégné notre environnement financier, à travers les normes comptables et les règles prudentielles par exemple. Grâce à l'observation participante, et donc un long vécu dans les marchés, qui a permis de dégager des apports à vocation managériale, nous avons mis en lumière un certain nombre de comportements. Nous avons pu voir que l'efficacité et la finance comportementale cohabitaient chez les intervenants de marché, et nous avons vécu personnellement des cas de rationalité auto-référentielle (Orléan 2004), qualifiée comme telle à posteriori. Il ressort que le marché et son fonctionnement sont au cœur de notre problématique. Nous avons aussi affirmé la supériorité qualitative des marchés organisés sur les marchés de gré à gré, surtout en matière de dérivés de crédit, par rapport au risque de contrepartie et même de liquidité. La contrepartie unique qui est la chambre de compensation assure le fonctionnement du système, même si des scandales retentissants ont émaillé l'histoire récente. Enfin, pour mieux comprendre cette crise si dure au plan social et humain, il est important de se replacer dans une optique financière et politique, ce qui fait partie de nos recommandations, tant sur le plan de tout ce qui est en train d'être réécrit, comme l'IFRS 9, Bâle III...que par l'indispensable maillon manquant, qu'est un véritable superviseur international. Il ressort cependant du G20 de Toronto de juin 2010 que notre attente va encore être repoussée pour laisser la place à des égoïsmes correspondant à des zones géopolitiques, comme l'Europe, les pays émergents, le continent américain. La supervision et la coopération internationale, si nécessaires pour nous aider à surmonter les difficultés présentes, ne sont pas inscrites à l'agenda des politiques. Les *stress tests* des banques françaises, publiés en juillet 2010 ont encore conforté les banquiers, même si la méthodologie est contestable. On nous a dit début 2007, suite à une première série de tests, que les banques étaient surcapitalisées et qu'elles pourraient résister à des chocs violents de hausse brutale des taux. Le danger est venu d'ailleurs.

Si on pose que la cindynique fait partie en fait de la gestion des risques, alors il va falloir, non pas essayer de trouver d'où va venir le danger, mais assainir l'ensemble pour ne pas développer un terrain propice aux excès. Il ressort néanmoins qu'une vraie réflexion sur la gouvernance des banques et dans les banques doit avoir lieu et cette ambition, si elle semble plus modeste, n'est forcément sûre d'avoir lieu. L'affaire de la Société Générale et d'autres nous alertent sur le besoin des directions générales non pas de prendre leur destin en mains, mais de prendre le contrôle des *trading rooms*. L'argument qui consiste à dire, dès qu'une perte est connue, « c'est le *trader* le coupable, il a outrepassé, nous ne savions pas... » n'est pas recevable aujourd'hui. Le risque zéro certes n'existe pas, nous l'avons vu à maintes reprises, mais quand on est capable de verser des bonus aussi mirobolants, on peut imaginer la possibilité de dégager de l'argent pour investir dans des compétences humaines et techniques de contrôle. Les banquiers ont pour mission de faire du profit, mais cette mission, si on veut qu'elle soit pérenne, doit se placer sur un horizon temps à long terme, juste pour imaginer survivre à la prochaine crise.

CONCLUSION

Nous avons senti émerger la problématique de la volonté concomitante des instances financières et politiques, qui ont œuvré pour améliorer le fonctionnement et la sécurité du système financier et bancaire. Les normes comptables et les règles prudentielles de Bâle II ont d'abord suscité pour certains un enthousiasme illusoire et partiel par leur synergie et leur ambition. Sur fond d'efficiences des marchés, l'investisseur allait pouvoir disposer d'une meilleure information comptable avec un environnement transparent et assaini. Mais au milieu de nos réflexions et des débats autour de la juste valeur, du risque de modèle et du bienfondé de Bâle II pas encore en vigueur, la crise est arrivée, d'abord sous forme de crise immobilière, puis elle a débordé partout pour finir aujourd'hui en crise de la dette publique.

A ce stade, nous avons voulu comprendre l'enchaînement des événements, surtout que nous vivons à l'ère du paradoxe multiple, celui de la tranquillité de Minsky, celui de la crédibilité des banques centrales (Borio) qui ont su nous rassurer par leur maîtrise de l'inflation. Nous sommes donc arrivés au paradoxe de la sécurité qui a rejoint un autre concept, celui des cindyniques (Kervern), sciences du danger, et plus particulièrement la cindynique financière et son refoulement. Nous étions bercés dans l'illusion que tout allait bien et nous n'avons voulu voir le danger arriver, tellement hantés par le recherche du risque zéro (Guilhou et Lagadec 2002).

Nous nous sommes donc retrouvés dans un monde paradoxal, aveugles et sourds au danger, où se mesurent les concepts d'efficiences des marchés (de Bachelier à Fama) à celui de la finance comportementale. A cela il faut aussi ajouter les développements récents d'Orléans de rationalité auto-référentielle. Nous avons vécu aussi un certain nombre d'affrontements post-crise, qui n'étaient pour la plupart que le prolongement de ce qui se disait avant : la juste valeur, déclarée injuste ; Bâle II et ses ratages : le risque de modèle, le risque de liquidité, le ratio unique ; les agences de notations. La confrontation n'est pas finie, c'est même une remise en cause des concepts qui sous-

tendent les normes comptables et les accords de Bâle que nous devons enclencher (Colasse 2010). Il faut aller vers une révolution conceptuelle.

Pour illustrer cette réflexion, nous avons choisi la voie de l'observation participante, en pratiquant une analyse qualitative, tout en restant positiviste aménagé. La légitimation de la démarche trouve son origine dans la présence de l'auteur de nombreuses années dans les marchés financiers, gré à gré ou organisés. D'autre part, la notion de marché est extrêmement complexe et bien reliée à notre problématique à trois têtes : la juste valeur est une valeur de marché avant tout. Les accords de Bâle sont supposés appréhender le risque de marché et exiger suffisamment de capital pour le couvrir. La crise financière, si au départ est d'abord une crise immobilière, est devenue le théâtre dramatique d'une crise économique sans précédent. Cet éclairage du chercheur, longtemps sur le terrain, permet une lecture originale pour comprendre les événements, via les apports de cette observation et de formuler des recommandations. Ces recommandations font un état des lieux de ce qui est en cours, à savoir la mise en place de Bâle III, par exemple.

Pour ce qui est des apports proprement dit, grâce à la présence du chercheur sur le terrain, nous sommes arrivés à la conclusion que l'efficacité des marchés et la finance comportementale à travers les *noise traders* cohabitent dans les marchés et parfois même dans les individus. Le seul point de concordance, c'est la croyance en une valeur objective d'un actif. La dernière approche « orléanienne » (Orléan 2004) élimine les ignorants, sans effacer les fondamentaux, mais surtout introduit la convergence mimétique des croyances en un prix. Il est clair que la dernière théorie exposée n'existait pas à l'époque de l'observation dont il est question ici, mais il s'agit de la qualification, avec des mots, de situations maintes fois expérimentées sur le terrain. L'exacerbation informationnelle fait partie aussi de la difficulté à appréhender le fonctionnement des marchés. La complexité ne va pas simplifier la tâche des régulateurs de tous ordres, car une partie de la réalité financière peut s'appréhender de manière rationnelle, mais il y a une portion qui ne peut se réduire à un modèle. Le marché ne s'autorégule pas : toutes les crises que nous avons vécues en sont la preuve. Des secousses de l'ampleur que nous avons connues et qui ne sont pas encore terminées ébranlent toute la société. La crise de la dette est autant publique que privée

et nous prédit rien de bon pour l'avenir. Il faudra beaucoup d'espoir (Read 2009) pour arriver à circonvenir la peur, la colère, le désespoir.

De cette recherche émanent des recommandations pour la gouvernance des banques, puisque ce travail entend avoir une fonction managériale. Nous avons exprimé notre nette préférence pour les marchés organisés, qui offrent la sécurité, la liquidité et la continuité de contrepartie, grâce aux chambres de compensation. Il faut qu'il y adhésion à la préférence des marchés organisés et à une standardisation des produits, y compris pour toutes les gammes de crédit et dérivés. Toute création hybride sera plus lourdement chargée en capital.

Dernière recommandation, en terme de gouvernance, c'est l'absolue nécessité pour les directions générales de prendre en quelque sorte les rênes de leur *trading room*. On ne peut pas empêcher l'humain d'innover, mais il faut absolument contrôler cette innovation. Quand les *traders* gagnent, il est impératif de se poser la question pourquoi ils font du profit. L'attitude qui consiste à fermer les yeux tant que ça gagne et à désigner des coupables quand ils perdent, relève de l'irresponsabilité. Il faut fixer des limites de *trading* dans la journée, *overnight* et mettre les instruments de pilotage en place pour en contrôler le respect. Il y a une discipline à respecter en temps de gain et en temps de pertes, et on ne peut pas transiger sur cette discipline, même si c'est extrêmement douloureux. L'auteur sait à quel point c'est lourd.

Nous voilà arrivés au terme de cette recherche : les normes comptables et les règles prudentielles ne nous ont pas protégés de l'occurrence d'une crise financière sans précédent et de ses répliques. Chaque élément a joué un rôle dans la propagation de la crise. L'IASB réécrit l'IAS 39, qui s'appelle dorénavant l'IFRS 9. Bâle II devient Bâle III. Les agences de notation sont sous la menace d'un nouveau statut. Les mathématiciens réécrivent des modèles pour corriger les précédents. Pour que l'illusion cesse et le refoulement cindynique disparaisse, et sans mépriser les fondamentaux, dont l'efficience fait partie, il faut impérativement tenir compte et des comportements des acteurs et avoir une meilleure maîtrise des marchés. Ces marchés où se créent, se financent et meurent des entreprises, doivent avoir un superviseur international. Les banques, dont la fonction est de faire des profits, doivent en faire en

gardant les yeux ouverts et non pas jouer au bateau ivre qui, par miracle, éviterait les récifs un jour et risquerait d'être éventré le lendemain. C'en est fini de l'illusion, car l'immensité réelle de la dette publique nous guette.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES ET ARTICLES

Acharya V, Richardson M. (2009), *Restoring Financial stability*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.

Aglietta M. (1996), *Financial Market Failure and Systemic Risk*, CEPII 1996-n°1 Janvier.

Aglietta M. (1999), *Réguler la globalisation financière*, CEPII L'économie mondiale 1999, Repères, pp. 66-80.

Aglietta M., Scialom L. (2008), *Les nouvelles régulations financières*, site terranova, 28/10/2008.

Aglietta M. (2010), *La longue crise de l'Europe*, Le Monde 18/05/ 2010.

Aglietta M., Moreau L., Roche A. (2008), *De la crise financière à l'enjeu d'une meilleure évaluation des crédits structurés*, Congrès AFSE avril 2008.

Akerlof G.A., Shiller R.J. (2009), *Les esprits animaux*, Pearson Education France, Paris.

Airaudi S., *Le destin de la globalisation*, Revue Française de Gestion 1994, septembre-octobre.

Allegre C. (1996), *Le risque Zéro*, Institut Européen de Cindyniques, Lettre n°20-11-1996, repris d'un article du Midi Libre.

Apostolou B. & Apostolou N.G., *Banks face New Disclosures about Derivatives*, Bank Accounting & Finance, Dec 08- Jan 09, pp. 39-46.

Arestis P. Nissanke M. et Stein H. (2003), *Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory*, Levy Economics Institute Working Paper No. 377.

Artus P., Betbeze J-P., de Boissieu C., Cappelletti Blancard G.(2008), *La crise des subprimes*, Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, Paris,.

Autret F. (2008), *Les Vingt-Sept adoptent la doctrine de la zone Euro*, Agefi 16/10/2008.

Augros J.C., Queruel M. (2000), *Risque de taux d'intérêt et gestion bancaire*, Economica, Paris.

Auverny-Bennetot P. (2003), *La gestion d'actifs en France*, Paris Revue Banque Edition.

Bacchus D., Wright J.H. (2007), *Cracking the Conundrum*, Finance and Economics Discussion Series 2007-46, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Bailly L. (2005), *Comprendre les IFRS*, Maxima-Laurent du Mesnil Editeur, 2ème édition, Paris.

Barth M., Beaver W., Landsman W. (2001), *The relevance of the value relevance, literature for financial accounting standard setting : another view*, Journal of Accounting & Economics, Septembre 2001, Vol. 31, pp. 77-104.

Battiston S. et alii (2010), *Liaisons dangereuses : Increasing connectivity, risk sharing and systematic risk*, Colloque Risk dependencies, Paris Mars 2010.

Bejach C. (2008), *Crise financière : la fin des mythes*, site terranova, 27/10/2008.

Bernanke B.S (2005), *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, St Louis Missouri, 10/03/2005.

Bernanke B.S. (1983), *Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression*, The American Economic Review, Vol 73, n°3, juin 1983, pp. 257-276.

Bernheim Y., Escaffre L., *Evaluation à la juste valeur. Vers un nouveau modèle comptable ?*, Comptabilité Contrôle Audit, Septembre 1999, Vol 5, pp. 25-45.

Bernstein P.L. (1998), *Plus forts que les Dieux, la remarquable histoire du risque*, Flammarion, Paris.

Bessis J. (2006), *Risque de crédit et gestion de portefeuille de prêts bancaires*, Les Echos 10/06/2006.

Bessis J. (1995), *Gestion des risques et gestion actif-passif des banques*, Dalloz, Paris.

Besson J-L. (2001), *La régulation du système financier international : un phénomène d'auto-organisation*, Les cahiers du Curei, 21/01/2001.

Black F. (1986), *Noise*, Journal of Finance 41 n° 3 juillet, pp. 529-543.

Blair S. (2009), *Gérer la transition vers un système financier plus sûr*, Revue de la stabilité financière n°13, septembre 2009.

Blavy R. & Mateos y Lago I. (2009), *Quel rôle pour le FMI après le G20 ?* Revue Banque, février 2009, n°710.

Bordo M., Eichengreen B. et alii (2001), *Is the crisis problem growing more severe ?* Economic Policy 32 (Volume 32) pp 51.

- Borio C. & Lowe P.** (2002), *Evaluation du risque de crise bancaire*, Rapport trimestriel de la BRI, décembre 2002.
- Borio C. et alii** (2003), *A tale of two perspectives : old or new challenges for monetary policy*, BIS Working Paper n°19.
- Borio C.** (2008), *The financial turmoil of 2007 : preliminary assessment and some policy considerations*, BIS Working Paper n°251, Mars 2008, 34 pp.
- Bournois F., Bourion C.** (2009), *Les apports irremplaçables des dispositifs qualitatifs pour étudier époques et phénomènes humains très perturbés*, Revue Internationale de Psychologie 2009/1 (Volume XV).
- Bourguinat H.** (2008), *Une approche génétique de la crise*, Revue d'Economie Financière, hors série 2008, 6 pp.
- Boyer R., Dehove M., Plihon D.** (2004), *Les crises financières*, Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, Paris.
- Broihanne MH, Merli M., Roger P.**, (2004), *Finance comportementale*, Economica, Paris.
- Broquet C. & alii** (2004), *Gestion de portefeuille*, DeBoeck, Bruxelles.
- Brun S.** (2005), *L'essentiel des normes comptables internationales IAS-IFRS*, Gualino Editeur, Paris.
- Burlaud A., Colasse B** (2010), *Normalisation comptable internationale : le retour du politique ?* Publication dans le cadre de l'AFC, Nice 2010.
- Calomiris C.** (2007), *Not (yet) a Minsky Moment*, vox.eu.org 23/11/2007.

- Capelle-Blancard G.** (2009), *Les marchés dérivés sont-ils dangereux ?*, Revue Economique 2009/1 Vol 60, Les presses de Sciences Po, Paris.
- Cartapanis A.** (2009), *Sous l'égide du G20 : vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ?* Journée de l'étude de l'OFCE, Paris février 2009.
- Cassidy J.**, *The Minsky Moment*, The New Yorker, 04/02/2008.
- Cassou Pierre, Lavigne Anne** (2004), *Bâle II : genèse et enjeux*, Revue d'économie financière, 2004- n°73.
- Casta J-F, Colasse B.** (2001) , *Juste Valeur, enjeux techniques et politiques*, Economica, Paris.
- Casta J-F.** (2009), *Théorie positive de la comptabilité*, <http://econpapers.repec.org/> Publications Paris-Dauphine.
- Chaperon I.**, *Normes : l'épopée comptable de l'IASB*, Les Echos, 3/1/2005.
- Choinel A.** (2002), *Système bancaire et financier—Approches française et européenne*, Revue Banque Edition, Paris.
- Chalmers A.** (1987), *Qu'est-ce que la science ?*, la Découverte, Paris .
- Charreaux G.** (1998), *La théorie positive de l'agence : lectures et relectures*, in G.Koenig (Coordinateur), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Economica, Paris 1999, pp. 60-141.
- Charreaux G.** (2000), *Gouvernement d'entreprise et comptabilité*, in Colasse B. *Encyclopédie de la comptabilité, contrôle de gestion et audit*, Economica, réédité à plusieurs reprises, pp. 743-756, Paris.

- Clerc L.** (2008), *Valorisation et Fondamentaux*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°12, Octobre 2008.
- Cohen D.** (2009), *Keynes ou Friedman ?*, Le Monde 03/01/2009.
- Cohen M., Jaffray J-Y.** (1988), *Certainty effect versus probability distortion : an experimental analysis of decision making under risk*, Journal of Experimental Psychology, vol 14, nov 1988, pp. 554-560.
- Colasse B.**, (2004), *Harmonisation comptable internationale : de la résistible ascension de l'IASC/IASB*, n°74 « Gérer et Comprendre », une série des Annales des Mines.
- Colmant B.** (2009), *Krach boursier et règles comptables*, L'Agefi, février 2009.
- Colmant B., Gillet R., Szafart A.** (2003,2009), *Efficiences des marchés : concepts, bulles spéculatives et image comptable*, Larcier, Bruxelles.
- Colmant B., Hubin J-F, Masquelier F.**(2007), *Application des Normes Comptables IAS 32, IAS 39 et IFRS 7*, Cahiers Financiers, De Boeck et Larcier, Bruxelles.
- Colmant B.** (2009), *Repenser les capitaux propres des banques*, entretien AGEFI, avril 2009.
- Combemale P.** (2003), *Introduction à Keynes*, Repères, La Découverte, Paris.
- Comte A.** (1844), *Discours sur l'esprit positif*, Vrin édité en 1995, Paris.
- Conesa E.** (2009), *La crise et Bâle II pèsent lourd sur les fonds propres en Europe*, Les Echos 13/05/2009.

- Corcoran A.M.** (2005), *Autorégulation et contrôles opérationnels : réflexions sur la surveillance des produits dérivés négociés sur les marchés réglementés*, Revue d'Economie Financière, 19 décembre 2005.
- Coudert V., Gex M.** (2006), *Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ?*, Banque de France, Revue de la Stabilité Financière n°9 Décembre 2006.
- Cousseran O. & Rahmouni I.** (2005), *Le marché des CDO, modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°6, Juin 2005.
- Danielsson J.** (2009), *Le mythe du risquomètre*, telos-eu.com, 02/03/2009.
- Danielsson J., Embrechts P & alii** (2001), *An Academic Response to Basel II*, Special Paper n°130, LSE Financial Markets Group.
- Danielsson J.** (2008), *Blame the Models*, May 2008, voxeu.org.
- Danielsson J., Song Shin H., Zigrand JP** (2009), *Modelling financial turmoil through endogenous risk*, voxeu.org.
- David A., Hatchuel A., Laufer R.** (2001), *les nouvelles fondations des sciences de gestion*, Vuibert-Fnege, Paris.
- de Boissieu S.** (2005), *Les mécanismes d'un choc sans précédent*, Dossier Subpimes, Investir n°1805, 09/08/2005.
- de Boyer J., Solis Rosales R.** (2003), *Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey*, Les Cahiers d'Economie Politique n°45, 2003/2, pp. 79-100.

- de Larosière J.** (2008), *La crise financière actuelle : Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation*, Revue d'Economie financière, hors série 2008, 7 pp.
- Delesalle E., Chapin P.** (2005), *Normes comptables internationales IAS-IFRS, la mondialisation de la comptabilité*, FID Editions.
- Deletré B.** (2009), *Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières*, disponible sur le site www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics.
- Delhommais P-A.** (2008), *Les subprimes font chavirer les modèles*, Le Monde 24/01/2008.
- Delhommais P-A.** (2008), *Alan Greenspan fait part de son « grand désarroi »*, Le Monde 26/10/2008.
- Delhommais P-A, Gatinois C., Michel A.** (2008), *La crise en questions*, Le Monde 17/09/2008.
- Demey P., Frachot A, Riboulet G.** (2003), *Introduction à la gestion actif-passif bancaire*, Economica, Paris.
- Desjardins C** (2003), *La gestion actif-passif en sursis*, Les Echos, 17/11/2003.
- Dessertines P.** (2009), *Désastre de la Société Générale : l'écoeurement*, Le Figaro 26/01/2009.
- Dietsch M., et Petey J.** (2003), *Mesure et gestion du risque crédit dans les institutions financières*, Revue Banque Edition, Paris.

- Diop S.** (2009), *Crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky*, Revue de la régulation n°5, 1^{er} semestre 2009.
- Draghi M.** (2009), *La gestion prudente du risque doit être le critère de rémunération*, Entretien La Tribune 05/04/2009.
- du Marais B, Frouté P.**(2008), *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit*, Revue d'Economie Financière, hors série 2008., 8 pp.
- Dumontier P., Dupré D.** (2005), *Pilotage bancaire, les normes IAS et les accords de Bâle II*, Revue Banque, Paris.
- Dupré D. et El Basiri M.** (1997), *ALM : techniques pour la gestion Actif-Passif*, Eska, Paris.
- Echinard Y., Spindler J.** (2002), *L'intégration européenne et la coordination des politiques budgétaires*, chap.10 dans Intégration européenne et institutions économiques, NgoMaï S. et alii, DeBoeck, Bruxelles.
- Eichengreen B.**, (2008), *Dix questions à propos de la crise financière des prêts « subprimes »*, Revue de la Stabilité Financière, Numéro spécial liquidité, n°11, février 2008.
- Escaffre L., Foulquier P., Tournon P.**, (2008), *Juste valeur ou non, un débat mal posé*, EDHEC Financial Anaysis and Accounting Research Centre, novembre 2008 et *Réactions après l'étude*, décembre 2008.
- Fama E.** (1965), *Random Walk in Stock Market Prices*, Financial Analysts Journal 1965, CFA Institute.
- Fama E.** (1970), *Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, Vol 25 n°2, American Financial Association.

Fama E., (1998), *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance*, Journal of Financial Economics, 49, pp. 283-306.

Fazzari S. (1999), *Minsky and the Mainstream : has recent recherche rediscovered financial keynesianism*, Jerome Levy Economic Institute, 9^{ème} conférence sur la structure financière.

Ferrand O. (2008), *Bienvenue dans l'ère des crises systémiques*, tnova.fr, 28/10/2008.

Feyerabend P. (1979), *Contre la méthode, esquisse d'une théorie anarchiste de la connaissance*, Editions du Seuil, Paris.

Flallo L. (2008), *Petits arrangement entre amis avec la comptabilité*, Les Echos 12/11/2008.

Frydman R., Goldberg M.D. (2009), *Compléter l'agenda du G20*, La Tribune, 08/04/2009.

Galbraith J.K. (1992), *Brève histoire de l'euphorie financière*, Editions du Seuil, Paris.

Gatinois C. (2007), *Les méfaits de la sophistication financière*, Le Monde 20/09/2007.

Gatinois C. & Michel A. (2008), *Subprimes : l'emballlement d'une crise du crédit*, Le Monde 5/02/2008.

Géginat M. (2003), *Le nouvel accord de Bâle II : étude d'impact QIS3 et extension des risques traités*, Agefi Edition juin 2003.

- Gensse P.** (1995), *L'invention comptable de la réalité : entre la règle et la réalité*, in Mélanges en l'honneur de Claude Pérochon, pp. 221-231, Foucher, Paris, .
- Gerst C.** (2010), *Une troisième voie de réforme pour les agences de notation*, La Tribune 11/05/2010.
- Gillet P.** (2006), *L'Effcience des Marchés Financiers*, Economica (2^{ème} édition), Paris.
- Giordano Y.**(coord.) (2003), *Conduire un projet de recherche. Une perspective qualitative*, Editions EMS, Management et Société, Paris.
- Goodfriend M.** (2001), *Financial Stability, deflation and monetary policy*, Monetary and Economic Studies, édition spéciale, février 2001.
- Goodfriend M.** (1993), *Interest Rate policy and the inflation scare problem*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly 79/1.
- Gray S.J.** (1988), *Towards a theory of cultural influence and the development of accounting systems internationally*, Abacus, New York.
- Guilhou X., Lagadec P.** (2002), *La fin du risque zéro*, Eyrolles Editeur, Editions d'Organisation, Paris.
- Hildebrand P.** (2008), *Is Basel II enough ? The benefits of a leverage ratio*, LSE Financial Markets Group Lecture.
- Hlady Rispal M.** (2002), *La méthode des cas, application à la recherche en gestion*, De Boeck Université, Bruxelles.
- Hoarau C., Teller R.** (2001), *De la création de valeur au modèle comptable de la valeur : fondements et problématiques*, Etudes coordonnées par JF. Casta et B.Colasse, Economica, Paris.

Hubaud B. (2008), *La titrisation, victime temporaire de la crise*, Revue Banque n°703, pp. 36-38.

Huberman M. & Miles M.B. (1991, 2003) *Analyse des données qualitatives : recueil de nouvelles méthodes*, De Boeck Université, Bruxelles.

Jacob H., Sardi A. (2001), *Management des risques bancaires*, Lavoisier, Paris.

Jarjat E. (2008), *L'IASB reprend à son compte l'initiative de la SEC*, Agefi 06/10/2008.

Jeanjean T. (1999), *La théorie positive de la comptabilité : une revue des critiques*, Cahier 99-12 CEREG, Paris-Dauphine.

Jensen M. et Meckling W. (1976), *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol 3, octobre 1976, pp. 319-339.

Jones H. (2008), *IASB chief cool to overhaul of fair-value rule*, International Herald Tribune, 10/07/2008.

Kahneman D., Tversky A. (1979), *A prospect Theory : an analysis of décision under risk*, Econometrica, Vol 47, n°2, pp. 263-291.

Kervern G-Y (1995), *Eléments fondamentaux des cindyniques*, Economica, Paris.

Kervern G-Y (2005), *Emergence et histoire des cindyniques, déconstruction de la destruction*, Colloque Intelligence de la Complexité, Epistémologie et Pragmatique, Cerisy juin 2005.

Kervern G-Y. (2008), *Le modèle de l'iceberg - Une application de la Phénoménologie cindynique*, La lettre des cindyniques n°44, Décembre 2008.

- Klein O.** (2009), *Sortir du cercle vicieux bancaire*, La Tribune 25/02/2009.
- Kremer Marietti A.** (2002), « *L'épistémologie de Sir Karl Popper, est-elle irrésistible ?* », Conférence donnée au Centre Universitaire de Luxembourg, le 19 décembre 2002, à l'invitation de la Société luxembourgeoise de Philosophie.
- Kuhn T.S.** (1962, 1983), *La structure des révolutions scientifiques*, Flammarion, Paris.
- Lagadec P.** (1995), *Cellule de crise, les conditions d'une conduite efficace*, Les Editions d'Organisation, Paris.
- Lajoie C.** (2008), *La crise accélère la réforme de Bâle II*, Revue Banque juin 2008, n°703, pp. 39.
- Landau J-P.** (2007), *Réflexions sur la titrisation et les turbulences financières*, Paris EUROPLACE, Forum financier de New York, 22/10/2007.
- Landrot A.** (2009), *Les banques bénéficient de l'assouplissement des normes comptables*, L'Agefi, 25/02/2009.
- Landsman W.J.** (2007), *Is fair value accounting information relevant and reliable ? Evidence from capital markets research*, Accounting and Business Research 37, pp. 19-30.
- Langlais E.** (1995), *Aversion au risque et prudence : le cas d'un risque de taux d'intérêt*, Revue économique, Vol 46 n°4, pp. 1099-1119.
- Lechantre C.** (2005), *L'an I des normes comptables internationales*, Les Echos, 23/09/2005.

- Lederman V., Pouye M.** (2007), *La solidité du système bancaire international face au nouveau référentiel comptable et les accords de Bâle II*, Euro-Mediterranean Economics and Finance Review, Vol 2, n°2 avril 2007, pp.179-190.
- Leidler D.** (2003), *Two views of the Lender of Last Resort : Thornton and Bagehot*, Cahiers d'Economie Politique 2003/2 n°45 publié par www.cairn.info.
- LeMoigne J-L.** (1977), *La théorie du système général : théorie de la modélisation*, PUF (réédité à plusieurs reprises).
- LeMoigne J-L.** (1995), *Les épistémologies constructivistes*, PUF, Paris.
- Lendasse A., Séverin E., Yu Q.** (2007), *Variable selection for financial modeling*, Economics and Finance, cis.hut.fi.
- Leparmentier A.** (2009), *Réforme du capitalisme : les Occidentaux divisés*, Le Monde, Ed du 21/02/2009.
- Litzler M.** (2006), *Marchés financiers et croissance économique*, Forum de l'OCDE 2006.
- Lo A., Mamaysky H., Jiang Wang** (2000), *Foundations of Technical Analysis : Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation*, Journal of Finance Vol LV, N°4, Août 2000.
- MacCollum, T.** (2008), *Fair Value Under Fire*, Internal Auditor, Décembre 2008, Vol. 65 Issue 6, pp.13-14.
- MacCord M, de Neufville R** (1986), *Lottery equivalents : réduction of the certainty effect problem in utility assessment*, Management Science Vol 32 Janvier 1986.
- MacCulley P.** (2009), *The Shadow Banking System & Hyman Minsky's Economic Journey*, CFA Institute publications.

- Macintosh N.B., Shearer T., Thornton D.B., Welker M.** (2000), *Accounting as simulacrum on income and capital*, *Accounting, Organizations and Society* 25, pp. 13-50.
- Markowitz H.** (1952), *Portfolio selection*, *Journal of Finance* Vol 7, n°1 pp. 77-91, [jstor.org](http://www.jstor.org).
- Marteau D., Morand P.** (2009), *Normes comptables et crise financière : propositions pour une réforme du système de régulation comptable*, La Documentation Française, Paris.
- Martinet A.Ch. & alei** (1990), *Epistémologies et sciences de gestion*, Economica, Paris.
- Matouk J**, *Pénaliser les activités de marché*, La Tribune 17/03/2010.
- Mathis J., McAndrews J., Rochet JC**, (2009), *Rating the raters : are reputation concerns powerful enough to discipline the rating agencies ?* *Journal of Monetary Economics* [Volume 56, Issue 5](#), July 2009, pp. 657-674.
- Mesonier J-S** (2004) , « *Le paradoxe de la crédibilité* » *en question*, Bulletin de la Banque de France, Paris.
- Mestrallet G., Cromme G, Pébureau M.**, *Il est temps de tirer les leçons de la crise*, Les Echos, 02/06/2009.
- Minsky H.P.** (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, réédité en 2008 par McGrawHill, New York.
- Minsky H.P.** (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, WP 74, Levy Institute.

- Minsky H. & Whalen C.** (1996), *Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism*, Journal of post Keynesian Economics, 1996-1997, Vol 19 n°2.
- Morin E., LeMoigne J-L.** (1999), *L'intelligence de la complexité*, Lharmattan, Paris.
- Nguyen The Van** (2003), *Bâle II : quelles conséquences économiques ?* Conjoncture, 2003- n°11.
- Nouy D.** (2008), *Bâle II face à la crise : quelles réformes ?* Revue d'Economie Financière, pp. 367-374.
- Noyer C.**, (2009), *Après Pittsburgh : l'avenir de la régulation financière*, Intervention au Forum Paris-Europlace, Singapour 26/10/2009.
- Noyer C.** (2007), *Réflexions préliminaires sur les agences de notation*, Cercle France-Amériques, 12 décembre 2007.
- OFCE** (2009), *Etude Spéciale : Politique monétaire : actions concertées*, Revue de l'OFCE n°109, avril 2009.
- Olléon-Assouan E.** (2004), *Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (CDS)*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°4, juin 2004.
- Orio L., Quilès J-J.** (2009), *Keynes, les enjeux de la Théorie générale*, Cursus, Editions Armand Colin, Paris.
- Orléan A.** (2004), *Efficiency, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*, Complément Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, Paris.

- Orléan A.** (2009), *Quelle organisation mondiale de la finance ? : liquidité et fluidité excessives, à la racine de la crise, il faut segmenter les marchés pour limiter les risques...* Le Monde, 9/19/2009, p24.
- Osler C.L.** (2000), *Support for resistance : technical analysis and Intraday exchange rates*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review n°6, July 2000 : pp. 53-65.
- Oswald J.** (1986), *Théorie de l'information ou analyse diacritique des systèmes*, Masson, Paris.
- Pauget G.** (2009), *Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ?*, Revue de la Stabilité Financière, n° 13 septembre 2009.
- Peretz H.** (1998), *Les méthodes en sociologie, l'observation*, La Découverte, Paris.
- Petit P. & al** (1998), *L'économie de l'information*, La Découverte, Paris.
- Plottu B. & E.** (2009), *Contraintes et vertus de l'évaluation participative*, Revue française de Gestion- n°192 /2009.
- Polignac(de) J.** (2002), *Notation financière – l'approche du risque de crédit*, Revue Banque Edition, Paris.
- Pollin J-P.** (2009), *Quel système bancaire pour l'après-crise ?* Revue de l'OFCE 2009.
- Popper K.**, *La Logique de la Découverte Scientifique*, Payot 1973, Paris, réédité en 1995, traduit de *The Logic of Scientific Discovery*, Hutchinson C. 1959, Londres.
- Potok C.** (1976), *Au commencement*, Buchet-Chastel, Paris.

- Quémar** JL, **Golitin V.** (2005), *Le risque de taux d'intérêt dans le système français*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°6 juin 2005, (pp. 87-100).
- Quittard-Pinon F., Rolando T.** (2000), *La gestion du risque de taux d'intérêt*, Economica, Paris.
- Rahmouni-Rousseau I. & Jassaud N.** (2008), *Innovation, produits structurés et stabilité financière*, Revue d'Economie Financière, Juin 2008, Vol 92, pp. 129-146.
- Read C.** (2009), *The Fear Factor*, Palgrave Macmillan, Grande-Bretagne.
- Reibaud R.** (2010), *Ce qu'il faut attendre de Bâle III*, les Echos 19/03/2010.
- Rochet JC** (2008), *Comment réformer la réglementation prudentielle : les leçons à tirer de la crise des subprimes*, Revue d'Economie Financière, p 387 -390.
- Rosemain M.** (2009), *L'IASB, une organisation à l'indépendance menacée*, Les Echos, 10/06/2009.
- Roty V.** (2006), *IFRS et Bâle II : un nouveau langage à mettre en place*, L'Agefi, 28/05/2006.
- Ryan S.**, (2002), *Financial Management and Institutions*, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey.
- Salustro E.** (2009), *Vers une nouvelle économie comptable*, La Tribune 27/04/2009.
- Savall H. et Zardet V.** (2004), *Recherche en Sciences de gestion : approche qualimétrique*, Paris Economica.

Shiller R.J. (2006), *Irrational Exuberance*, Broadway Books, 2^{ème} édition, New York.

Shiller R.J. (2008), *The Subprimes solution*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

Simon H. (1996), *The Sciences of the artificial*, MIT Press Edition 3, traduit sous le nom de *Les sciences des systèmes, science de l'artificiel*, 1991 Dunod, Paris.

Sinapi C. (2005), *Crises financières et gouvernance mondiale : fragilisation financière et institutionnelle endogène dans l'approche minskyenne étendue*, Cahiers du CEREN 10 pp. 32-48.

Stiglitz J.E. (2009), *Comment rater la relance*, Les Echos 16/03 2009.

Stiglitz J.E. (2010), *Le triomphe de la cupidité*, Les liens qui libèrent, Paris.

Susskind A., (2005), *La finance comportementale*, Cahiers financiers, Larcier, Bruxelles.

Taleb N., Triana P. (2008), *Bystanders to this financial crime were many*, Financial Times 07/12/2008.

Taylor L., O'Connell S. (1985), *A Minsky crisis*, The Quarterly Journal of Economics, Vol 100, supplément, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Testa S. (2005), *Banques européennes et IFRS : un mariage de raison ?* Mensuel Agefi Luxembourg, 10/2005.

Thal Larsen P. (2010), *La transparence des stress tests ne démontre pas leur fiabilité*, Le Monde du 28/07/2010.

Thietart R.A. & alei (2003), *Méthodes de recherche en Management*, 2^e édition, Dunod, Paris.

Thouvenin D., O'Brien P. (2006), *La création d'un langage comptable international*, les Echos 22/05/2006.

Trombley M. (2003), *Accounting for derivatives and hedging*, Mac Graw-Hill, New York.

Tudel M. & Ternisien M. (2008), *Ne cassons pas le thermomètre*, Les Echos 10/10/2008.

Véron N. (2009), *Le « stress test » des normes comptables européennes*, La Tribune 25/05/2009.

Véron N. (2008), *Les normes comptables : nouveau bouc émissaire ?* La Tribune 21/01/2008.

Véron N. (2007), *Une crise de l'information sur les risques*, Le Journal des Finances 01/09/2007.

Véron N. (2008), *Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis*, Bruegel Policy Contribution May 2008.

Véron N. (2008), *Le comptable est-il coupable ?* Revue d'Economie Financière, Hors-série, pp. 1-6.

Villepelet S. (2009), *IASB, FASB, EASB, G20...quel doit être l'ONU des comptables ?* Les Echos, 12/08/2009.

Vittori JM. (2009), *Les dividendes du cupiditisme*, Les Echos, 22/01/2009.

- Wacheux F.** (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en Gestion*, Economica, Paris.
- Walter C.** (1996), *Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers*, *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 51e Année, No. 4, p 873-905.
- Walton P.** (1996), *La comptabilité anglo-saxonne*, Edition de la Découverte, Paris.
- Watts R.L. & Zimmerman J.L.** (1978), *Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards*, *The Accounting Review*, vol 53, Janvier 1978, p112-134.
- Watts R.L. & Zimmerman J.L.** (1979), *The Demand for and Supply of Accounting Theories : the Market for Excuses*, *The Accounting Review*, vol 54 Avril 1979, p273-305.
- Watts R.L. & Zimmerman J.L.** (1990), *Positive Accounting Theory : a Ten-Year Perspective*, *The Accounting Review*, vol 65 Janvier 1990, p131-156.
- Yin R.K.** (1994), *Case Study research, Design and Methods*, 2nd Edition, Sage Publications Inc., Thousand Oaks California.
- Zielke C., Starkie M., Seeberg T.**, *Reporting move could break the writedown spiral*, *Financial Times*, 02/04/2008.

PUBLICATIONS OFFICIELLES

- AMF** (2008), *Rapport 2008 sur les agences de notation*, 22 janvier 2009, www.amf-france.org/.
- BCBS** (March 1998), *Promoting Financial Stability*, www.bis.org.

BCBS (Mai 2000), *Report for the G7 Okinawa Summit*, Basel Committee on Banking Supervision, www.bis.org.

BCBS (Avril 2003), *The New Basel Capital Accord*. www.bis.org

BCBS (September 2003), *Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk*, www.bis.org.

BCBS (July 2004), *Principles for the Management and the Supervision of Interest Rate Risk*, www.bis.org.

BCBS (mise à jour du 15 novembre 2005), *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres- Dispositif révisé*, www.bis.org.

BIS, *The Quantitative Impact Studies (QIS) : overview of documents*. www.bis.org

BIS (2003), *The QIS 3 : Results*, www.bis.org

BIS (2006), *The QIS 5 : Results*, www.bis.org

BIS (2009), *International Framework for Liquidity Risk Measurement, standards and monitoring, Consultative Paper*, www.bis.org

Commission bancaire (2009), *Innovation, produits structurés et stabilité financière*, Banque de France, Documents et débats, n°2 février 2009.

Commission Européenne (2006), *Communication sur les agences de notation*, J.O. n°C 59/02 du 11/03/2006.

Commission Européenne (2009) *Règlement (CE)1606/2002 sur l'application des normes comptables internationales et ses modifications et améliorations du 23 janvier 2009* CE 68/2009 & 69/2009.

Committee for European Securities Regulators – CESR- (2007), *CESR's Report on Credit Rating Agencies*, CESR 07/304.

Committee for European Securities Regulators – CESR- (2008), *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*, CESR 08/277.

Comité Européen des Superviseurs Bancaires (2010), *Le stress test du CESB*, 23 juillet 2010, www.banque-de-France.fr.

FSB/IMF/BIS, (2009), *Rapport conjoint aux ministres et gouverneurs des banques centrales du G20 en matière de contrôle de risque systémique*, Octobre 2009.

FSF (2008), *Rapport du Forum de Stabilité Financière*, Avril 2008 Avant propos et rapport en anglais, www.bis.org.

FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience: Follow up on implementation*, 10/10/2008, www.bis.org et www.imf.org.

IASB, *Meeting Summaries and Observer Notes*, September 2008, www.iasb.org.

IASB, *IASB publishes educational guidance on the application of fair value measurement when markets become inactive*, Press release 31/10/2008, www.iasb.org.

IASC, *IASC Foundation publishes update on responses to the G20 conclusions*, Annoucement and Speeches 17/12/2008, www.iasb.org

TABLE DES MATIERES

Remerciements	3
Sommaire	5
Introduction	7
0.1 Problématique	10
0.2 Plan de la thèse	13
 Chapitre 1 Le contexte: l'émergence de la problématique	 17
 1.1 L'IAS 39 et Bâle II : une coïncidence ou une apparence de synergie	 18
1.1.1 Les normes IAS/IFRS : le contexte comptable	18
1.1.1.1 L'origine des normes	18
1.1.1.2 Mode de fonctionnement : de l'IAS à l'IASB	21
1.1.1.3 Les grands principes	24
1.1.1.4 L'IAS 32 et l'IAS 39	27
1.1.1.5 Juste valeur et dérivés	30
1.1.2 Le Comité de Bâle : le contexte prudentiel	33
1.1.2.1 Rappel historique	33
1.1.2.2 Les accords de Bâle I	35
1.1.2.3 Les accords de Bâle II	36
A Le pilier 1	37
B Le pilier 2	45
C Le pilier 3	46
 1.2 L'effet papillon des <i>subprimes</i> : le contexte de crise	 48
1.2.1 La crise des <i>subprimes</i> : retour sur les fondamentaux	49
1.2.1.1 Le niveau de la liquidité mondiale	50
1.2.1.2 Inflation, volatilité et risque	53
1.2.1.3 Primes de risque à la baisse	54

1.2.1.4 Le rôle des taux d'intérêt	56
1.2.1.5 Du <i>conundrum</i> au <i>glut</i>	57
1.2.1.6 Le prix des actifs	59
1.2.2 Des fondamentaux à la titrisation	60
1.2.2.1 Une politique de crédit élastique	61
1.2.2.2 La grande histoire de l'innovation financière	63
1.2.2.3 La titrisation: le processus initial	66
1.2.2.4 La gamme des produits	68
1.2.2.5 Les dérivés des dérivés	71
 Chapitre 2 Etats des lieux contradictoires autour de la problématique	 77
 2.1 De la mauvaise conjonction des règles comptables et prudentielles	 78
2.1.1 Du rôle des agences de notation	79
2.1.1.1 De très vieilles institutions	79
2.1.1.2 Les agences de notation: le contexte théorique	81
2.1.1.3 Vers plus d'efficacité dans le contrôle des agences	84
2.1.2 Juste valeur contre Bâle II : le débat	89
2.1.2.1 La juste valeur avant la crise: déjà la controverse	89
2.1.2.2 Retour aux fondements théoriques	91
2.1.2.3 Et la crise est arrivée	94
2.1.2.3.1 La défense	95
2.1.2.3.2 Vers de nouvelles pistes	100
2.1.2.3.3 Synthèse	103
 2.2 Bâle II, la crise financière et la cindynique	 107
2.2.1 Bâle II en question	108
2.2.1.1 De nombreuses lacunes	109
2.2.1.2 Un point commun : le risque de modèle	112
2.2.1.2.1 Les modèles de risque crédit	113
2.2.1.2.2 Le risque de marché	114
2.2.1.2.3 Les critiques	115
2.2.2 Volonté d'approcher le risque zéro	118

2.2.2.1 Le taux d'intérêt : le déclencheur	119
2.2.2.2 Risque de taux et transformation bancaire	122
2.2.3 Volonté de maîtriser les risques dans un esprit cindynique	125
2.2.3.1 Etude de la Commission bancaire et les <i>stress tests</i>	126
2.2.3.2 De la QIS 3...	129
2.2.3.3 Vers d'autres QIS	132
Chapitre 3 Cadre conceptuel et discussion méthodologique	139
3.1 Le cadre conceptuel	140
3.1.1 Paradoxe et cindynique	142
3.1.1.1 Du paradoxe de la tranquillité à celui de la sécurité	142
3.1.1.1.1 <i>The Minsky Moment</i>	142
3.1.1.1.2 Crédibilité et sécurité	143
3.1.1.2 La notion de cindyniques	147
3.1.1.2.1 Phénoménologie et cindynique	148
3.1.1.2.2 Ontologie et cindynique	150
3.1.1.2.3 Epistémologie et cindynique	151
3.1.2 Efficience des marchés et finance comportementale	154
3.1.2.1 Retour historique sur l'efficience des marchés	156
3.1.2.2 L'évolution de l'efficience	157
3.1.2.3 Comportements et finance	162
3.1.2.3.1 Au début il y avait Kahneman et Tversky	162
3.1.2.3.2 Excès de confiance et mimétisme	166
3.1.2.3.3 Des esprits animaux au facteur peur	168
3.2 Discussion méthodologique	174
3.2.1 Choix de la posture	174
3.2.1.1 Nature de l'environnement et de la connaissance produite	176
3.2.1.2 Circuit de la connaissance	177
3.2.1.3 Validité scientifique	181
3.2.2 Choix de la méthode	181
3.2.2.1 Analyse quantitative	182

3.2.2.2 Analyse qualimétrique	184
3.2.2.3 Analyse qualitative	185
3.2.3 Collecte de données	187
3.2.3.1 Données primaires	188
3.2.3.2 Données secondaires	189
3.2.4 Critique des sources	192
3.2.4.1 Critique des données primaires	193
3.2.4.2 Critique des données secondaires	194
3.2.4.3 Validité	195
3.2.4.4 Précision et récurrence	196
 Chapitre 4 Les apports et recommandations	 197
 4.1 les apports	 200
4.1.1 Justification de l'observation participante	200
4.1.1.1 Les questions de l'observation et de la participation	200
4.1.1.2 Un travail organisé	202
4.1.2 L'observation participante	206
4.1.2.1 L'introduction	206
4.1.2.2 Les conditions de réalisation	208
4.1.2.3 Le contexte	209
4.1.3 Les apports	214
4.1.3.1 Du fonctionnement des marchés	214
4.1.3.2 De la standardisation	225
 4.2 Les recommandations	 235
4.2.1 Finance et Politique	235
4.2.1.1 Règles, normes et lois ?	236
4.2.1.2 Quel superviseur ?	245
4.2.2 De la gouvernance financière et bancaire	249
4.2.2.1 Une affaire dans la crise	250
4.2.2.2 Conseils aux banques	255

CONCLUSION	261
BIBLIOGRAPHIE	265
TABLE DES MATIERES	289
TABLE DES ILLUSTRATIONS	295
TABLE DES ANNEXES	297
ANNEXES	299
Annexe 1 : CV bancaire auteur	300
Annexe 2 : Fiches entretiens	301
Annexe 3 : Cas saillants	320

TABLE DES ILLUSTRATIONS

1.1 Organisation de l'IASB	23
1.2 Tableau récapitulatif de l'approche standard	39
1.3 Tableau des catégories et coefficients	42
1.4 Masses monétaires de 1999 à 2008	51
1.5 Excédent commercial chinois	52
1.6 Prix à la consommation : indices nationaux	53
1.7 Volatilité des anticipations d'inflation	53
1.8 Indice de volatilité S&P 500	55
1.9 L'objectif des Fed Funds et les US treasury Bills de 1985 à 2007	56
1.10 Evolution du marché des LBO avant et juste après la crise	58
1.11 Evolution de l'indice S&P/Case Shiller 1988-2008	59
1.12 Montants cumulés sur douze mois des crédits nouveaux aux résidents	62
1.13 La titrisation à trois niveaux	68
1.14 Le schéma d'un CDO	69
1.15 Le schéma d'un CDS	70
1.16 Les volumes des CDS	70
1.17 Schéma d'un CDO de flux	71
1.18 Vision synthétique de la titrisation actuelle	73
 2.1 Echelles des notations des agences	 81
2.2 Résumé des analyses du rapport Marteau-Morand	105
2.3 Représentation graphique de l'étude de la Commission Bancaire	128

2.4 Tableau des résultats mondiaux en matière d'exigence de fonds propres	130
2.5 Tableau Base Consultative Paper 3	132
2.6 Tableau des résultats globalisés des QIS	134
2.7 Les exigences en terme de fonds propres à travers les différentes approches	135
3.1 Le cadre conceptuel de la problématique	141
3.2 L'hyperespace du danger représenté par Kervern en 1995	153
3.3 Paradoxes, cindynique et les acteurs	154
3.4 Statut du chercheur par rapport à son objet de recherche : 3 figures	
Figure 1	178
Figure 2	179
Figure 3	181
3.5 Composantes des analyses de données : modèle interactif	189
4.1 Les pôles et les concepts de la problématique replacés dans la perspective du marché	199
4.2 L'observation participante pour la présente recherche	205
4.3 Evolution des principales devises 1981-1990	211
4.4 Les nuages Ichimoku	220
4.5 Chiffres de la BRI revue trimestrielle	229
4.6 Le triangle cas/produits dérivés	231
4.7 Les contrats futures carbone	252

TABLE DES ANNEXES

Annexe 1 : CV bancaire de l’auteur	300
Annexe 2 : Fiches entretiens	301-317
2A : Jeune <i>trader</i>	301
2B : Ancien NIP	304
2C : Ancien cambiste billets	308
2D : Banquier traditionnel	311
2E : Commercialisation de fonds d’investissement	314
2F : ancien <i>trader</i>	317
Annexe 3 : Cas saillants	320-334
3A : Tout ce qui n’a pas été dit	320
3B : La première intervention concertée...	322
3C : Une dévaluation onéreuse	325
3D : Le spread entre les deux marchés du franc belge	327
3E : L’ambulance	329
3F : La dépendance au jeu	331
3G : La réaction aux indices	333

ANNEXES

ANNEXE 1

FICHE OBSERVATEUR

V. Bucquet-Lederman

PROFIL BANCAIRE

1992-1995 **BANQUE ANHYP S.A., BRUXELLES.**

(A été rachetée par un groupe d'assurances.)

Membre du Comité de Crédits.

Senior Credit Officer: gestion actualisée d'un portefeuille immobilier.

Equipe de six personnes, portefeuille pour la Wallonie.

1987-1992 **UNION BANK OF FINLAND (FRANCE) S.A., PARIS.**

(A fermé en 1994, la maison-mère finlandaise fait partie maintenant d'un consortium bancaire nordique.)

Membre du Comité de Direction.

Directeur Trésorerie-Changes.

Equipe de quatre personnes : deux dédiées aux pays nordiques et toutes les opérations en devises, un trésorier francs.

1980-1986 **KREDIETBANK S.A. LUXEMBOURGEOISE, LUXEMBOURG.**

Chef cambiste- Fondé de Pouvoirs, Produits Dérivés-Futures et Options : trois personnes, *back office* compris.

Chef cambiste, marché Comptant et Clientèle (comptant et terme) : sept à huit personnes sur le desk, y compris le change billet interbancaire.

ANNEXE 2 : FICHES ENTRETIENS

FICHE ENTRETIEN 2A

Avec AD/ jeune *trader*

Par VL

Le 21/06/2010 et dans les locaux de la société F.

Thème d'ouverture de la personne interviewée : L'état des marchés.

Centrage : Analyse fondamentale ou analyse technique.

Approfondissement : La discipline et la rigueur.

Conclusions : Responsabiliser les intervenants y compris leur direction pour améliorer la sécurité du système.

1. Vous êtes (ou étiez) ... dans la société.... Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés? Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ?

Depuis 2008, je suis *trader*, analyste et formateur pour une clientèle de particuliers. J'ai commencé à travailler sur les marchés futures pendant un an et depuis un an, j'interviens sur le Forex, avec une nette préférence pour ce dernier. Le marché y est extrêmement liquide : aux environs de 3 300 milliards de dollars par jour en volume de transactions, dont 30% sur l'eurodollar.

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Nous travaillons sur base de l'analyse technique. Les outils sont les indicateurs de puissance (directionnels de mouvement) et de tendance (moyennes mobiles par exemple). Je dois détecter la tendance : plusieurs unités de temps, ce qui permet de trouver une tendance claire ou pas, voire une tendance de fond, avec détection

de signaux. On rentre dans le marché en fonction des indicateurs au moment où et seulement si tous les signaux sont en phase. Cela ne marche pas à 100%, mais le taux de réussite reste très élevé. Il faut beaucoup de rigueur, car les émotions ont souvent tendance à l'emporter. Autre outil très fiable : les supports et les résistances, qui marchent très bien, même si parfois il y a des fausses sorties à la hausse ou à la baisse. Je n'utilise pas le nuage Ichimoku, même si cela donne bien les tendances de fond.

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de *noise trader* ou autres ?

J'utilise définitivement l'analyse technique : je fais du *trading intraday* et parfois un peu de *swing* (position qu'on garde deux ou trois jours).

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

Je suis encore dedans et depuis peu. Les marchés sont très prenants même quand on y est que depuis deux ans. C'est un jeu, comme la folie des jeux sur le Mondial qui montre une addiction réelle. Quand les français sont sortis de la compétition, comme le sous-jacent, c'était l'équipe de France, du coup ça a été la panique dans les marchés !

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

Indomptables ! Cela dépend pour qui ! Le risque systémique est toujours là !

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises ? Quel est le rôle du politique ?

Ce n'est pas tellement notre problème, puisque nous ne sommes pas une banque, mais une société d'analyse, de conseil et de formation, très tournée vers les particuliers.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre

comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

Automne 2008 juste avant l'annonce du plan Paulson : je viens de démarrer dans les marchés et j'appelle mon patron. Le marché sur indice CAC 40 monte et je rentre dans le marché. Très respectueux de la discipline que nous essayons de nous imposer, je prends mon bénéfice assez vite, mais le mouvement est à la hausse est tel que j'ai déjà un beau bénéfice. Le lendemain, le marché est 10% plus haut, je suis passé à côté d'un gros gain. Mais le jour d'après, c'est le contraire, c'est la grande chute ! J'ai respecté les règles que nous nous sommes imposées, même si la tentation est grande de dépasser. La rigueur est récompensée dans des marchés complètement fous, comme ceux de cette période précise.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ?

Il faut absolument mettre des gens qui s'y connaissent à la direction des salles et il vaut mieux segmenter en départements les grandes salles de trading, pour mieux contrôler.

FICHE ENTRETIEN 2B

Avec JC/ ancien NIP (Néociateur Indépendant de Parquet)

Par VL

Le 02/08/2010 **et** au siège de la société F.

Thème d'ouverture de la personne interviewée : La carrière d'un autodidacte

Centrage : L'analyse technique.

Approfondissement : L'affaire Kerviel et le rapport à la perte.

Conclusions : Marchés de gré à gré contre marchés organisés et standardisés.

-
1. Vous êtes (ou étiez) ... dans la société.... Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés? Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ?

Au départ, j'ai un DUT d'électro technicien et je suis devenu un autodidacte des marchés. J'ai commencé comme runner (je courais dans tous les sens avec les ordres), puis flasher (je transmettais les ordres pour les options par signes), puis je suis devenu négociateur à la bourse de Paris. De 1987 à 1989 j'ai été *trader* chez un courtier. De 1990-1997, j'ai été négociateur indépendant de Parquet (NIP). Il fallait un apport de FRF 200 000 et le parrainage d'une banque. De 1997-2000, je suis devenu négociateur pour compte propre (NCP). Depuis lors, j'ai un statut différent, puisque j'ai développé une méthode pédagogique pour le trading boursier, via internet. Nous diffusons des analyses auprès des clients via notre site <http://www.fineg.fr>

Nous travaillons sur tous les marchés en développant des stratégies sur base de l'analyse technique, en temps réel pour de vrais comptes. Nous cherchons à être le plus près possible de la réalité. Il faut se mettre en situation d'intervenants. Nos marchés préférés sont le Forex, les futures et surtout les futures actions.

J'ai personnellement vécu l'évolution des marchés qui sont passés de la criée à internet !

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Je travaille à 99% sur base de l'analyse technique. Les fondamentaux servent de catalyseurs. Pour le quotidien, l'analyse fondamentale ne donne pas le bon timing, ni ne permet de solder les positions au bon moment ; l'analyse fondamentale a raison sur le fond, mais je suis là pour gagner de l'argent, et non là pour comprendre les mécanismes qui sous-tendent l'économie

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de noise *trader* ou autres ?

Je suis un *trader* plutôt swing à deux trois jours, mais beaucoup d'*intraday*. Résolument je travaille sur l'analyse technique, qui convient très bien aux particuliers qui veulent intervenir sur les marchés. On arrive à leur faire doubler le capital de départ en un an. Mais il faut respecter les règles et éviter les sept péchés du *trader*, à savoir, la crédulité, le narcissisme, la cupidité, l'imprudence, l'impatience, la colère et l'entêtement. Pour certains, c'est très difficile.

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

Je suis encore dedans.

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

A notre niveau, les outils donnent une tendance, on peut donc faire des prévisions et arriver à dompter le marché, si on respecte la discipline, sans se laisser envahir par les émotions. Quel capital doit-on miser ? Que peut-on perdre ? Je suis un obsédé de la perte ! Est-ce qu'on a vraiment vécu un risque systémique ? Les *stress tests* publiés en juillet 2010 sont truqués, puisque les emprunts obligataires sont considérés comme détenus jusqu'à l'échéance et non valorisés à la valeur de marché ! Tout va bien, l'opinion peut être rassurée. Il y a un énorme décalage entre le discours et la réalité. Tout est possible. Sept banques n'ont pas

satisfait aux *stress tests* , alors que la note des pays n'arrête pas de se dégrader !
On risque de recommencer avec cette pluie de milliards qui s'abat sur nous !

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises? Quel est le rôle du politique ?

Bâle II ? Oui peut-être ? Rappelons nous de Goldman et son rôle dans l'affaire grecque ! Le politique a les clés, mais Bâle II n'a rien empêché, ce n'était visiblement pas suffisant. Il faut aussi des boucs-émissaires dans les marchés. L'appât du gain et les émotions font des ravages dans les marchés. Nos dirigeants pratiquent la politique de l'autruche. Le souvenir du gain précédent engendre de grosses bêtises ! Regardez l'affaire Kerviel : il faut toujours trouver un responsable. On ne peut pas cacher de telles positions. Je connais des gens qui travaillaient avec lui. Ils savaient tous qu'il avait des positions monstrueuses ! En novembre 2007 Kerviel a fait bouger le DAX de 200 points en 15 minutes quand il a retourné sa position. La SG a coupé sa position à la hache ! Quand ils ont soldé, ils ont acheté des puts pour refaire une partie de la perte. Lorsqu'ils ont tout vendu, le marché avait tellement décalé, qu'ils ont fait du bénéfice sur les puts. Kerviel a dépassé ses limites, il a franchi la ligne, mais sur des *desks* comme celui-là, c'est un mélange d'ivresse du gain et de spirale des profits permanents.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

J'ai deux cas saillants qui sont liés à des crises internationales. Le premier est la guerre du Golfe. A chaque fois qu'un avion américain était touché, le marché descendait de 2%. Au contraire, dès que les américains marquaient des points, ça remontait ! On essayait de suivre le mouvement et surtout ne pas se poser de questions ! L'autre cas, c'est le 11 septembre 2001. Au premier avion le marché a réagi mollement, au second, la réaction a bien sûr été exacerbée. Quant à l'avion du président Bush, il avançait au gré des nouvelles. Le marché avait l'impression

que les Etats-Unis subissaient une attaque sur tout leur territoire ! Quand le mot attentat a été prononcé, le marché a lâché 15% et surtout on ne savait pas où était Bush. Les rumeurs les plus folles fusaient dans tous les sens.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez-faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ??

Je voudrais conclure en comparant les marchés de gré à gré et les marchés organisés. Comme mon marché préféré est le Forex, je suis à l'aise de dire que les marchés de gré à gré ne me font pas peur. On a tendance à dire que les marchés organisés sont plus sûrs. C'est en partie vrai, car en matière de contrepartie, c'est la chambre de compensation qui est la contrepartie de tous les *deals*. Et si les CDS avaient été sur des marchés standardisés, nous n'aurions pas connu la crise. Mais néanmoins en terme de risque de marché, il demeure et ne disparaît pas dans la standardisation, bien au contraire.

FICHE ENTRETIEN 2C

Avec DM/ ancien cambiste billets

Par VL

Le 27/04/2010 et à Nice

Thème d'ouverture de la personne interviewée : Un segment de marché spécifique.

Centrage : Efficience des marchés ou finance comportementale ou autre.

Approfondissement : Le rôle des autorités de régulation.

Conclusions : Un retour aux fondamentaux et des institutions indépendantes pour contrôler le système.

-
1. Vous êtes (ou étiez) ... dans la société.... Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés? Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ?

Fonction : chef cambiste, responsable du département « Banknotes », au sein de la Republic National Bank of New York ; spécialiste arbitrage. Intervenant sur les marchés du Forex, billets, bullions (lingot) et dépôts.

Période : de 1980 à 1989.

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Le marché du billet de banque ne nécessite pas de prise de position risquée : il consiste simplement en une couverture de l'exposition de change générée par l'achat ou la vente d'un stock de billets. En fonction du délai d'acheminement des billets, une position à terme peut être envisagée, cependant certaines opportunités du marché peuvent conduire à la prise de positions spéculatives, principalement sur les cours croisés (florin, mark allemand à l'époque ou encore mark contre franc suisse), moins exposées et moins volatiles que des cotations directes contre dollar par exemple. Ces prises de position moins risquées permettent d'être partiellement comblées par un achat ou une vente billets *intraday* et facilitent l'arbitrage multidevises.

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de *noise trader* ou autres ?

Plutôt *noise trader*, suivant les tendances du marché, observant les points de résistance à la hausse et supports à la baisse.

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

L'analyse graphique semble avoir pris le pas sur l'expérience et la notion de risque encouru, voire sur le bon sens (Cf Affaire Kerviel). Les montants échangés sont d'ordre pharaonique, parfois lors d'une seule transaction, faisant supporté un risque disproportionné par rapport aux gains attendus.

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

Les financiers devanceront toujours les contrôleurs et de nouveaux produits financiers seront élaborés pour détourner ou contourner un encadrement trop strict. Par ailleurs, un encadrement trop strict ne permettrait pas une fluidité des capitaux et risquerait de paralyser un système certes imparfait, mais qui a le mérite de faire fonctionner les économies des pays développés. Dans tous les cas, le marché génère ses propres règles et le dompter est illusoire.

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises ? Quel est le rôle du politique ?

Les accords de Bâle II sont un premier pas, certes timide, mais dont le mérite est d'être un début. Pour éviter les crises, point de remède miracle, le retour au bon sens semble être la solution - le dicton « on ne prête qu'aux riches » est à appliquer dans tous les cas. La politique du micro crédit et de l'endettement basé sur la spéculation immobilière (ou autre d'ailleurs) sont à proscrire ainsi que le morcellement des dettes dans des *junk bonds*. Le politique a pour rôle d'essayer de comprendre quand il le peut, la complexité des montages et des contrats financiers. Il doit être à même de mesurer la réalité de l'activité économique et non pas se baser sur l'irréalité des flux de capitaux pour se faire une idée sur l'état de santé d'une économie. Le politique a pour mission de dé-corrélérer

l'activité financière de l'activité économique réelle, c'est à dire ce qui est réellement produit par un pays en termes de richesse.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

La crise de 1987 a eu un impact sur l'engagement de la banque sur le MATIF, mais n'a pas impacté le marché des billets de banque, puisque les positions ouvertes étaient réduites du fait même de la spécificité de ce marché et que les positions sont de toute façon closes à la fermeture du marché.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ?

Un retour aux sources et au bon sens s'impose : ne prêter que sur un sous-jacent réel et estimer sa valeur de marché moins un bêta estimé pour une éventuelle baisse. Une évaluation fiable des institutions financières et des pays (cf la note de la France alors que la dette est au plus haut depuis 30 ans) par des institutions indépendantes, de façon à savoir à avoir une estimation au plus juste des engagements de tout un chacun, et qui soit basé sur une réelle valeur.

FICHE ENTRETIEN 2D

Avec : Y.X., banquier traditionnel

Par VL

Le 10 avril 2010 **et à** NICE, Banque Y

Thème d'ouverture de la personne interviewée : La banque de détail contre la banque d'investissement.

Centrage : Le rôle des autorités de régulation.

Approfondissement : Le traumatisme de la crise pour le personnel.

Conclusions : La gouvernance bancaire et la survie du système.

1. Vous êtes (ou étiez) **directeur régional** dans la **banque Y** Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés?

Je ne suis pas un homme de marché, mais je travaille dans une banque qui intervient massivement sur les marchés.

Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ? **La partie banque d'investissement intervient sur tous les marchés. Nous sommes market makers et ce n'est pas toujours heureux !**

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Ne travaillant pas dans ce secteur, je ne peux répondre, mais je sais que la partie banque de détail fait son travail avec beaucoup de professionnalisme, alors que la partie banque d'investissement n'est pas sous contrôle ! Pourriez-vous préciser ? Les procédures doivent être revues, nos directions générales doivent s'impliquer dans le contrôle de nos *traders* où nous ferons régulièrement la une des journaux suite à des pertes. Ou alors il faut arrêter de faire du trading !

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de *noise trader* ou autres ?

Je ne suis pas qualifié pour répondre.

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

Nous avons sûrement besoin des marchés, mais nous avons un domaine d'excellence qui est la banque de détail et de proximité, c'est là que nous devons continuer à nous concentrer. C'est notre « core-business ». Il faudrait s'y tenir.

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

Une banque, représentée par sa direction, doit savoir ce qu'elle veut. Les chantiers comptables et prudentiels sont énormes et dévoreurs d'énergie et de temps. Comment ne pas comprendre l'inquiétude de tous nos employés, quand ils mettent tant d'effort à implanter des dispositifs et que dans la même banque, ou la même maison mère des milliards se perdent ? Certains de nos hommes de terrain sont très déprimés !

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises ? Quel est le rôle du politique ?

Il n'y a pas de réforme parfaite et c'est vrai qu'il y avait des lacunes, mais il faut une vraie politique stratégique à l'intérieur de la banque et une vraie gestion des risques. Les chantiers sont énormes et à peine finis, il faut recommencer. Le personnel n'a pas eu le temps de s'approprier les textes qu'on sait qu'ils vont changer, c'est très lourd pour de grosses entités comme la nôtre.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

Encore une fois, je ne travaille pas dans les marchés, mais la crise financière a été un gros traumatisme surtout quand vous voyez une de vos filiales pointée du doigt. Les clients posent beaucoup de questions, il faut faire face.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ?

Comme je l'ai déjà évoqué, les directions générales doivent faire des choix stratégiques. Nous ne pouvons pas continuer à mettre en péril tout un réseau bancaire qui satisfait des milliers de clients, qui emploie des centaines de personnes à cause d'un petit nombre. Ce groupe de *traders* peut gagner beaucoup d'argent, mais en perdre énormément ! Il faut repenser l'activité de marché au sein de chaque établissement et il faut des autorités qui sanctionnent au niveau national et international ! Sinon, un jour le système ne survivra pas.

FICHE ENTRETIEN 2E

Avec FT, commercialisation de fonds d'investissement

Par VL

Le 24/05/10 **et à** Nice

Thème d'ouverture de la personne interviewée : Le monde des fonds d'investissement

Centrage : Le comportement en période de crise

Approfondissement : Les aberrations de comportement

Conclusions : Pour réguler efficacement

1. Vous êtes (ou étiez) ... dans la société.... Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés? Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ?

Aujourd'hui, je suis directrice du développement européen pour la commercialisation d'OPCVM actions auprès d'investisseurs institutionnels européens, type fonds de pension, assurances, banques commerciales et privées, family offices et sociétés de gestion. C'est donc une intervention principalement sur les marchés actions. Par le passé, j'ai été sur le FOREX, les taux d'intérêt (bilan et hors bilan), options de change, puis finalement fonds d'investissement actions, quantitatifs, qui s'appuient sur un modèle interne, et « value » (on regarde non pas l'aspect croissance de la société, mais on se place du point de vue de la création de valeur.).

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Aujourd'hui, je ne fais pas d'opérations d'achat-vente. Par le passé, j'étais plutôt *noise trader* et intéressée par l'analyse technique. On ne pouvait pas ne pas regarder les supports et les résistances.

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de *noise trader* ou autres ?

Noise trader.

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

En fait, j'ai un pied dedans et un pied dehors. Je ne traite plus directement, mais je distribue des produits de marché qui sont gérés par d'autres, qui eux sont fondamentalistes. La crise a un impact énorme sur les volumes et sur le comportement des investisseurs et leur aversion aux risques. Alors que le marché des actions est reparti globalement depuis un an, les investisseurs sont revenus que très modestement vers les marchés actions. Nous avons le sentiment par contre que nos investisseurs retournent vers les fondamentaux : ils veulent connaître les produits ou les sociétés dans lesquels ils investissent. D'un autre côté, il visent les petites et moyennes capitalisations pour le moyen et long terme, car ils ne croient plus à la croissance du marché européen en tant que tel ! A leurs yeux, la crise laisse des valeurs sous évaluées sur lesquelles il est encore intéressant de se positionner. Pour profiter des mouvements de marché, ils iront en priorité investir dans les indices.

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

Il faut encadrer, mais par nature, le *trader* se faufile ! Je pense que les marchés sont indomptables, parce que l'être humain cherche le gain. Quand il est coincé, il essaiera une autre manière. Il y aura toujours des espaces non couverts par la législation, non régulés.

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises ? Quel est le rôle du politique ?

Bâle II était attendu et bienvenu, mais a montré des défauts. Il faut réguler, mais standardiser le calcul d'un risque ne signifie pas tout prévoir. Il y a forcément des lacunes et des injustices. Par essence le marché est vivant. Les montages de

société, genre usines à gaz, augmentent l'opacité et occultent le risque réel sous-jacent.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

Ce que nous avons vécu récemment entre 2007 et début 2009, est une anomalie de taille dans le comportement de nos investisseurs. Afin de trouver de la liquidité, ils ont vendu des actifs encore rentables, placés dans des valeurs actions pour combler le manque de liquidité de leurs investissements dans les *hedge funds*. La plupart des *hedge funds* ont une impossibilité de sortie (*lock up*) entre trois et dix-huit mois. De belles valeurs sont tombées à cause d'un problème de liquidité et non à cause de la valeur intrinsèque de la société. On a même vu des sociétés comme Carrefour, valoir moins que la valeur de son parc immobilier ! Nous étions en pleine aberration de marché.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ??

J'aurais tendance à dire que les régulateurs doivent avoir une vraie connaissance pratique des marchés. La théorie en la matière reste une fiction par rapport à une réalité extrêmement complexe.

FICHE ENTRETIEN 2F

Avec EM, ancien *trader*

Par EM

Le 30 juillet 2010 et à San Francisco

Thème d'ouverture de la personne interviewée : La prise de position.

Centrage : Efficience des marchés ou finance comportementale ou autre.

Approfondissement Le rôle des autorités de régulation.

Conclusions : Recommandations pour éviter une nouvelle crise.

1. Vous êtes (ou étiez) ... dans la société.... Pouvez-vous expliquer, tout en respectant la confidentialité, votre (vos) fonction(s) dans les marchés? Sur quels marchés intervenez-vous ou êtes-vous intervenus ?

J'intervenais essentiellement sur le marché des changes en qualité de cambiste billets.

2. Sur quelles bases prenez-vous vos décisions d'achat ou de vente ? Pouvez-vous développer ?

Les décisions d'achat ou de vente étaient prises à partir d'anticipations à court (jour) et moyen terme (semaine, mois) des parités de change. Ces anticipations résultaient de l'analyse des informations économiques, politiques et financières. En fonction de ces informations et du sentiment des intervenants avec lesquels nous étions en relation professionnelle constante, des scénarios d'évolution étaient envisagées et se traduisaient par des prises de position.

3. Vous vous qualifieriez de fondamentaliste, de noise *trader* ou autres ?

A la fois fondamentaliste et opportuniste (ou comportementaliste) ; lorsque les prix semblaient être décorrélés des informations et des scénarios, des positions opportunistes pouvaient être prises.

4. Si vous n'êtes pas ou plus dans les marchés, quel regard portez-vous sur les marchés ?

Les marchés ont vécu une forte dérégulation au niveau mondial associée à l'explosion des outils informatiques de traitement, de communication et de simulation. Le développement de nouveaux marchés (émergents, dérivés, OTC...), l'arrivée de nouveaux intervenants (fonds souverains, *hedge funds*, marchés émergents...) rendent l'analyse fondamentale de plus en plus difficile et complexe.

5. Pensez-vous qu'on obtienne une plus grande sécurité financière et bancaire en encadrant les banques ? Les marchés sont-ils indomptables ?

La (re)-réglementation des établissements financiers (banques, assurances, fonds...) et/ou des marchés dans un environnement d'échanges de capitaux dérégulé semble(nt) particulièrement difficile. Il existe toujours des zones géographiques moins réglementées, ou régulées, que d'autres qui permettent d'y localiser des activités sensibles. Aussi, les marchés dans leur ensemble peuvent apparaître indomptables. Au sujet des établissements financiers et notamment des banques, il est toutefois nécessaire d'être vigilant sur les réglementations à adopter : une augmentation du ratio de fonds propres mal adaptée peut engendrer des effets cycliques importants.

6. Pensez-vous que les accords de Bâle II soient la réforme attendue ou au contraire qu'il en faut plus pour éviter d'autres crises ? Quel est le rôle du politique ?

A la vue des crises qui se succèdent sur les marchés, Bâle II ne semble pas avoir été à la hauteur des enjeux économiques et politiques en jeu sur les marchés. Les politiques doivent se réapproprier la réglementation bancaire et financière pour éviter un fonctionnement des marchés financiers déconnectés de la réalité économique et politique.

7. Pourriez-vous citer des cas saillants que vous avez personnellement vécus soit pendant la période 1980-1995, soit lors de la dernière crise financière 2007-2010 ? Quelle est l'analyse que vous en faites ? Comment pourriez-vous décrire votre comportement ? Pensez-vous avoir agi parfois en contradiction avec votre

comportement de base ? Quelle composante dans l'information a emporté votre décision d'achat ?

Je me souviens de 2 épisodes importants sur la parité dollar/mark sur la période 1980-1995 : l'arrêt brutal de la tendance haussière du dollar en 1985 que nous n'avions pas anticipé et la relative stabilité des parités pendant la première guerre du Golfe (1990-1991). Dans le premier cas, l'habitude (mauvaise) avait été prise de rester long en dollars vue sa hausse continue depuis 1980 face aux monnaies européennes jusqu'au jour... où cela s'est inversé ! Dans cette situation, nous n'étions pas très rationnels et assez moutonniers. Par la suite, nous avons été beaucoup plus prudents sur nos positions lors des publications périodiques. La période 1990-1991 nous a surpris, nous attendions plus de volatilité sur les marchés et sommes restés encore plus prudents que précédemment en soldant systématiquement nos positions.

8. Pour conclure cet entretien, pourriez-vous dire quelles recommandations vous pourriez-faire pour améliorer le système financier dont vous vivez ??

Le système financier actuel souffre d'un manque de transparence, de régulation voire de réglementation qui semble le conduire à fonctionner en relative autarcie. Il semble que les politiques doivent reprendre la main après avoir laissé les marchés vivre leur vie de façon assez autonome. Des timides tentatives sont en cours de part et d'autre de l'Atlantique sans que l'on sache si elles aboutiront, ni si elles seront suffisantes. Une approche plus globale des dysfonctionnements semble nécessaire pour éviter une prochaine crise. Parallèlement, une meilleure formation et éducation aux questions économiques permettrait une meilleure compréhension du public, et des électeurs, des enjeux de telle ou telle décision de régulation ou de réglementation ou de l'absence de celles-ci.

ANNEXE 3

ANNEXE 3A

TOUT CE QUI N'A PAS ETE DIT*

Une participation, doublée d'une observation, aussi longue dans les marchés suppose des centaines d'événements et de faire des choix, car tout ne pouvait pas être rapporté ici. Il y a certes un caractère répétitif dans le déroulement des journées. Chaque jour, on s'assied à une table de trading pour gagner de l'argent ou pour essayer d'en perdre le moins possible. Les équipes bougent, les responsabilités évoluent et augmentent. Les événements qui ont été désignés comme des cas saillants sont parmi les plus remarquables, mais encore une fois on ne pouvait pas tout écrire. On évoque souvent des pertes, ce sont définitivement les souvenirs les plus douloureux, ceux qui persistent le plus longtemps dans la mémoire. D'ailleurs la mémoire des traders est principalement chiffrée et perdue au-delà des années.

On peut aussi mentionner le gain le plus important réalisé en deux trois heures. Un ordre commercial en dollar contre franc suisse doit être exécuté avec un prix fixé à midi. Nous recevons l'instruction vers 9 heures le matin, mais ce vendredi précisément, la Suisse ferme à midi. Les cambistes des différentes places helvétiques sont présents, mais en dilettante. Un peu moins de deux cents millions de dollars sont à vendre ce qui n'est pas un montant énorme, mais tout dépend des conditions de marché. Dans un marché mou et creux, nous décidons d'en vendre un peu plus pour augmenter le mouvement et racheter le surplus plus bas, quand l'ordre sera exécuté. Comme le cours doit être fixé à midi, il ne faut pas partir trop tôt, sinon on risque toujours un retournement de tendance. L'opération a été très bien menée, un superbe bénéfice (un demi million de francs suisses) que nous avons célébré dignement. Il est important de préciser que nous avons rarement des ordres commerciaux de cette ampleur, puisque nous étions avant tout une banque à Luxembourg, tournée vers une clientèle privée, qui n'était pas encore du private banking.

* Voir p. 206 de la présente thèse.

Il y a également des cas que nous avons volontairement obérés, car il n'y a pas toujours de quoi être fier. Il est fait allusion ici à un fait historique dramatique : l'assassinat d'Anouar El Sadate le 6 octobre 1981. Quand un attentat aussi politique survient, la réaction sur les marchés est immédiate. Selon l'interprétation qui est faite et des conséquences sur la stabilité du monde, le dollar va monter ou descendre. En l'occurrence, le dollar est immédiatement monté, jouant son rôle de valeur refuge. Il faut à ce moment là faire abstraction des sentiments humains, et rentrer dans le marché pour faire de l'argent un peu comme des mercenaires. Cette remarque est valable pour tous les événements, type guerres, actes de terrorisme... Il suffit de lire l'entretien de JK, Annexe 2B, le marché, comme le spectacle doit continuer, sans état d'âme.

ANNEXE 3B

LA PREMIERE INTERVENTION MASSIVE ET CONCERTEE DES BANQUES CENTRALES *

L'automne 1984 est riche de tendances claires. C'est la grande envolée du billet vert, une fois de plus. Les baissiers fondamentaux souffrent en permanence et ils doivent aller contre leur tendance naturelle qui est de vendre pour acheter, caractéristique fondamentale du « bear ». Le « bull », lui achète pour vendre. On va passer le cap fatidique des 3 DEM pour un dollar. C'est simple : pour faire des profits, on achète le matin et on revend le soir. Seulement, c'est trop simple pour que ça dure.

Plus on monte, plus le danger se fait sentir. Les banques centrales se manifestent par moment, en le faisant savoir par les courtiers qui sont en ligne ouverte dans toutes les banques du monde. La nouvelle se répand comme une trainée de poudre. Mais, les interventions sont symboliques. Les chefs cambistes des banques centrales demandent plutôt des prix, sans vraiment procéder à des ventes massives.

Une fois passé le cap des 3 DEM pour un dollar, le marché est pris d'une sorte d'ivresse. On se roule littéralement dans des prévisions folles comme dans du sable fin et chaud. Les gourous des grandes banques, en Suisse par exemple, entretiennent le désir d'aller toujours plus haut. On parle de 3,10, de 3,20 et puis 3,50 DEM pour un dollar. Cette euphorie est joyeuse, car on a l'impression que tout le monde gagne. L'ambiance est à l'optimisme, même si on a parfois un peu des frissons dans le dos.

Un vendredi matin d'octobre, nous arrivons, le marché est à 3,1400 en USD/DEM et une heure après l'ouverture européenne, nous sommes déjà à 3,1800. Nous avons acheté ce matin là, un peu, mais nous étions inquiets. Le marché ne monte pas indéfiniment sans prise de bénéfice ! Nous avons soldé très vite, un peu vite, car nous avons encore vu le marché monter. Mais j'avais donné l'instruction de ne pas rentrer trop vite dedans et mon patron direct avait confirmé l'instruction.

* Voir p. 210 de la présente thèse.

En fin de matinée, une première salve d'interventions a commencé : la Bundesbank, la Banque de France, la Banque d'Angleterre, la Banque Nationales suisse...elles étaient toutes là. Dans un premier temps, le marché a réagi mollement, même si le fait d'avoir toutes les banques en même temps était une première. Certains ont soldé leurs positions pour aller déjeuner, le premier décrochage n'a pas été très violent, même si l'on était revenu sur les niveaux de l'ouverture.

Après le déjeuner et un peu avant l'arrivée des américains soit un peu avant 14 heures notre heure, elles ont tiré la deuxième salve avec le renfort de la Federal Reserve américaine. Là, on est passé à la vitesse supérieure, on s'est vite retrouvé à 3,0800, puis 3,0500 pour un plus haut dans la journée à 3,1800 ! C'était le sauve qui peut. Ceux qui n'avaient pas de position, partaient à la baisse, ceux qui étaient à la hausse essayaient de repartir à la baisse en doublant leur position initiale. Enfin, les irréductibles attendaient encore un peu la baisse pour en racheter et faire une moyenne. Tous les cas de figure étaient réunis en un seul jour et en un seul lieu : le marché. Il y avait un air de tragédie grecque. Le spread de cotation était énorme, parfois 100 pips : 3,02 à 3,03, ou alors on avait qu'un seul côté, le côté vendeur. Personne ne voulait montrer une demande !

Quand l'Europe a clôturé, on était aux environs de 3,03. Beaucoup de négociateurs avaient jeté l'éponge et on attendait le début de la semaine suivante pour voir quelle allait être la tendance. C'était aussi l'heure des comptes.

Le lundi suivant, le marché a ouvert de manière encore plus chaotique ! Avant de réaliser ce qui se passait, alors que l'ouverture était à 3,07, nous nous sommes retrouvés à 2,97 au plus bas, sans avoir eu le temps de vendre le moindre dollar ! Ce n'était pas la continuation de l'intervention précédente, mais une grande banque suisse fortement exposée à la hausse, qui avait en plus augmenté sa position en faisant des moyennes lors de la grande chute. La direction générale a décidé de prendre la perte et compte tenu des montants et de la nervosité des marchés, elle a provoqué elle-même la forte baisse.

L'épilogue de cette histoire : en janvier 1985, le dollar – mark est à 3,48, bien plus haut que lors de l'intervention. C'est seulement en septembre de la même année avec la signature des accords du Plaza entre les membres du G5 que le dollar a enfin commencé à redescendre de manière significative.

ANNEXE 3C

UNE DEVALUATION ONÉREUSE*

Nous sommes en 1983. Les dévaluations du franc français, depuis l'arrivée de la gauche au pouvoir semblent avoir un rythme annuel. 1981, 1982 et bien sûr le marché attend et pousse à la dévaluation pour l'année 83.

Là aussi c'est simple, on achète le DEM et on vend le franc. On garde la position le temps que la dévaluation arrive et une fois que le franc est dévalué et le mark réévalué, on revend la position avec le profit qui est égal au pourcentage de dévaluation. Par contre tenir la position coûte cher en terme de taux d'intérêt. En effet, être court en franc français veut dire qu'il faut emprunter du franc et les taux d'intérêt sont au dessus de 10% au début de l'attaque et il faut prêter du mark qui ne rapporte que 4%. La position est perdante en terme de taux d'intérêt. De nombreux intervenants revendaient leur position le lundi matin, pour ne pas avoir à la financer, car cela revenait trop cher et en fin de semaine, ils repartaient à la hausse en mark et à la baisse en franc.

Après bien des hésitations sur la politique à tenir (voir Verbatim I, 1983-1986 de Jacques Attali en livre de poche), la France va pratiquer une dévaluation concertée et la Banque de France va assécher le marché de l'Eurofranc, c'est à dire celui du franc traité hors des frontières.

Les taux du jour le jour ou overnight en franc vont littéralement s'envoler. Dans la semaine précédant la dévaluation du 21 mars, les taux du franc à New York ont commencé à atteindre le niveau de 100%, puis de 200%. Tout au long de cette semaine, l'overnight grimpe par coup de 50%. Nous avons entendu une opération chez un courtier, à la veille de la dévaluation, où une banque a payé 7 000% pour de l'overnight en franc ! Comme il n'y avait plus d'offre, c'était un marché à un sens, toujours plus haut.

* Voir p. 212 de la présente thèse.

Epilogue : Nous venions de vivre la dernière dévaluation d'une séquence de trois. Certes la France a alors décidé de pratiquer une politique de rigueur qui cadrerait avec l'environnement européen et mondial, mais surtout les négociateurs se sont calmés après avoir fait les comptes définitifs de l'opération qui s'est avérée très couteuse en trésorerie.

ANNEXE 3D

LE SPREAD ENTRE LES DEUX MARCHES DU FRANC BELGE*

Un après-midi de 1982, notre collègue Gary S, nous annonce triomphant : ça y est j'ai les poids de la Commission européenne ! Après un moment d'incompréhension et quelques explications, nous avons calculé notre premier écu contre dollar. Muni d'une calculatrice HP avec imprimante, nous avons commencé la confection de notre première devise composite européenne. Un peu de dollar/DEM, puis les cours du florin, de la lire, du sterling, de la livre irlandaise, la couronne danoise, du franc français et du franc belge. L'opération est longue et fastidieuse, les marchés bougent beaucoup. Si les mouvements sont très erratiques, il faut recommencer au risque d'avoir un écu bancal. La cotation est directe. On obtient 1 XEU (abréviation officielle pour l'écu) est égal à x dollars.

Quand arrive le moment de rentrer le franc belge, la question se pose quel franc belge. En effet, nous avons deux francs belges en Belgique et au Luxembourg, deux pays unis par une union monétaire. L'un est réglementé, il s'appelle le franc belge convertible, l'autre est libre, et son nom est le franc belge financier ou tout simplement, dans le jargon, la finance. Le premier concerne toutes les opérations commerciales et fait l'objet d'un contrôle strict, type contrôle des changes en France, le second est totalement libre de fluctuer sans justification ni contrainte. Nous pouvons traiter l'écu contre dollar au marché réglementé ou au marché libre, cela dépend, si nous avons une opération commerciale derrière.

D'autre part, les banques allemandes au Luxembourg ont la possibilité de publier leur bilan en franc belge ou en mark. Quand elles décident de le faire en mark, elles sont alors acheteuses de dollar et vendeuses de finance et vendeuses de dollar et acheteuses de mark. Les Landesbanken sont très coutumières du fait. Quand le franc belge est sous pression, la spéculation s'exprime sur le marché libre. Quand il y a spéculation et conversion des bilans allemands, l'écart entre les deux marchés se

* Voir p. 212 de la présente thèse.

creuse et atteint un spread de 3%. La question donc de savoir quel franc belge rentrer n'est pas anodine.

La banque où je travaillais a décidé de mettre le franc belge convertible quand on traitait sur le marché réglementé et le financier sur le marché libre. Nous voulions être puristes, car à l'époque, l'écu pouvait être comptabilisé directement sur un compte écu ou être à nouveau éclaté dans les différentes devises. En mettant du franc belge convertible dans un écu au marché libre, on se retrouvait en infraction, car les deux marchés devaient être complètement étanches.

La conséquence en terme de cours n'était pas négligeable. Chaque camp avait ses partisans. De notre côté, nous achetions l'écu contre dollar chez ceux qui calculaient comme nous (USD/BEF dans l'écu au marché libre) et nous le revendions à ceux qui mettaient le BEC quelque soit le marché. Comme il y avait un spread, l'écu calculé avec le BEC était plus haut que celui avec le BEF ! On gagnait parfois 30 ou 40 pips, ce qui pour une opération de cinq millions de dollars faisait 15000 ou 20 000 dollars de profit à chaque fois !

Il est évident que ce petit jeu ne pouvait durer infiniment. Comme l'arbitrage jouait à plein, les banques ont interrogé les autorités monétaires pour avoir une réponse claire. La manne allait se refermer, car l'information avait dépassé les frontières du Benelux. Certains market makers refusaient même de coter dans l'attente d'une réponse claire. Celle-ci n'a pas tardé, le SME, système monétaire européen, ne connaît qu'un franc belge, à savoir le convertible et c'est celui-ci qui fait partie du mécanisme monétaire européen. Quant à l'objection de risque d'avoir du BEC sur le marché libre, la solution a été encore plus radicale : l'éclatement du panier a été proscrit, pour éviter une rupture d'étanchéité entre les deux marchés !

ANNEXE 3E

L'AMBULANCE*

La première moitié des années 80 voit la grande hausse du dollar. Plus la devise américaine monte, plus les marchés deviennent nerveux et pourtant tous les matins, on se résout à acheter. Les fondamentaux ne correspondent plus à rien. Les banques centrales ont beau lancer des interventions régulièrement, rien n'y fait. Arrivé à un certain point, chaque bruissement sème le trouble. L'effet Reagan sur le billet vert est une réalité : comme le président est vieillissant, son état de santé est un véritable sujet d'inquiétude. Un après-midi, heure européenne, le matin aux Etats-Unis, le marché tente de franchir encore des records, quand une nouvelle traverse les salles de trading comme l'éclair, relayée par les brokers en ligne ouverte partout dans le monde : il y a une ambulance à la Maison Blanche ! Immédiatement le marché du spot perd 1%. Dans la demi heure qui suit, les plus folles rumeurs filent à travers tous les marchés, bourse, métaux précieux... Que se passe-t-il à Washington DC ?

Nous sommes à peine retombés sur nos pieds et repartis à la baisse, en ayant au passage perdu quelques zéros, que la seconde rumeur arrive comme un ressac : il n'y a pas d'ambulance ! Tel un ascenseur devenu fou, on repart immédiatement dans l'autre sens, il faut vite racheter les positions courtes et faire des moyennes. Une des grandes techniques du dealer est de faire des moyennes pour donner une meilleure allure au point mort qui semble se rapprocher. Mais voilà, dès qu'on approche du fameux point mort, on s'éloigne de nouveau. Là, les noise traders courent déjà un peu dans tous les sens. Les positions ne sont pas du tout belles à regarder. On arrive à vendre au plus bas et à racheter au plus haut pour prendre sa perte. C'est encore une nuit où on va mal dormir et où l'on va revivre chaque seconde !

L'ambulance a tourné une bonne partie de l'après-midi. A un moment, nous avons jeté l'éponge, l'addition n'était pas trop lourde, car au deuxième passage de l'ambulance, nous avons volontairement réduit l'exposition en taille de la position. La journée s'est terminée exactement sur les mêmes niveaux qu'à l'ouverture, à ceci près c'est

* Voir p. 215 de la présente thèse.

*qu'entre temps certains avaient perdu beaucoup d'argent et d'autres, peut-être à l'origine de la rumeur, en avaient gagné. En l'affaire, personne n'a pu vraiment évaluer la réalité ni du marché, ni des fondamentaux et encore moins des supports et résistances.***

Un autre apport de l'affaire de l'ambulance, c'est la révélation de la notion d'horizon temps. Nous avons vécu un après-midi de folie, ce qui est déjà un laps de temps très court par rapport à une année de travail, mais surtout chaque seconde a été déterminante.

Un de mes directeurs, ancien cambiste lui même, avait pour coutume de dire : on n'a jamais tort, on est juste en décalage dans le temps. Il n'y a pas dicton plus dangereux que celui-là, car c'est la porte ouverte à la négation de la discipline et de la rigueur. Il a d'ailleurs essuyer de très lourdes pertes pour compte propre et a été interdit de traiter sur les marchés, comme on est interdit de casino !

** Chartisme, qui fait partie de l'analyse technique se définit comme suit : à partir des cours passés qui montent ou qui descendent, on dessine des courbes graphiques. La méthode chartiste ou méthode graphique consiste à analyser cette courbe et à déterminer des prix d'achat ou de vente, à définir des points de support à la baisse et des points de résistance à la hausse. A chaque fois qu'un point est franchi de manière nette, au bout de trois tentatives en principe, le chart promet d'aller toucher le prochain point, en bas ou en haut.

ANNEXE 3F

LA DEPENDANCE AU JEU*

Il existe une vraie dépendance au jeu chez les traders. Voici l'histoire des paris en ligne avant même leur invention sur la toile. La découverte de cet état de fait s'est produite lors du Mondial de 1982 en Espagne. A l'occasion de la coupe du monde de football, mes collègues masculins sont pris d'une véritable ferveur autour du ballon rond. Comme je ne suis pas très intéressée, je n'y prête pas garde. Je pense que tout simplement ils aiment le football. Très vite, cependant, je découvre l'objet réel de l'excitation ambiante. Ils font des prix tous azimuts sur le nombre de buts par match, sur le nombre de cartons rouges ou de cartons jaunes. C'est tellement incroyable et pourtant les écrans Reuters affichent les cotations dans un coin de l'écran, parmi les cours de change, les taux d'intérêt, les points de swaps... Seul un œil aguerri peut deviner ce dont il s'agit. A quoi ressemble un prix de coupe du monde ? Cela dépend si vous voulez un prix pour un match en particulier, ou un prix pour le nombre de buts sur toute la durée de la compétition. Le prix peut être coté pour les matchs en durée 90 minutes ou pour la durée totale, ce qui comprend les tirs au but, si jamais. Le but n'est pas de trouver le gagnant, contrairement aux paris classiques. D'autres font des prix pour le nombre de cartons jaunes, de cartons rouge à nouveau par match ou pour la durée du championnat. L'enjeu est de gagner de l'argent, mais pour soi : le cambiste va parier ses propres deniers et va retirer un bénéfice personnel ou devra honorer une dette de jeu en quelque sorte.

Les traders font des prix sur tout, sur le nombre total de buts en Bundesliga par exemple, ou le nombre de aces à Roland Garros ou encore le nombre de jeux à Wimbledon... Ils mettent en jeu des sommes considérables. A Paris et à Londres, circulaient des histoires terribles de cambistes qui avaient dû vendre tous leurs biens pour honorer leurs pertes. Bien sûr, ce ne sont pas tous les intervenants qui sont concernés, mais les prix existent tout le temps, ce sont des prix à deux côtés, achat-vente. Le monde de la finance est binaire. A ce stade l'addiction est réelle et affichée sur les écrans des professionnels (principalement pour le Mondial). La seule fois où

* Voir p. 221 de la présente thèse.

j'ai agi sur ce marché parallèle, j'ai acheté un nombre de buts sur la durée totale du match et il y a eu prolongations et tirs au but: résultat un petit gain équivalent à trente Euros !

En épilogue de cette histoire, j'ai interrogé un trader (Annexe 2A) pour savoir ce qu'il en était de cette pratique des prix sur tout et voilà sa réponse en juin 2010 : « Le sous-jacent c'était l'équipe de France, du coup c'est la panique sur les marchés! »

ANNEXE 3G

LA REACTION AUX INDICES*

La publication des chiffres aux Etats-Unis est toujours un moment important. Il y a deux repères temporels. Le premier est 8h30, heure de New York, soit 14h30 en Europe continentale et le second est 10 heures, soit 16 heures chez nous. Les marchés vivent au rythme de ces publications et selon les modes, réagissent plus ou moins de manière erratique à telle donnée statistique.

L'important n'est pas le chiffre en lui-même, mais bien l'écart par rapport au consensus qui existe dans les marchés sur les prévisions de ce chiffre. La publication va donc confirmer ou infirmer la donnée prévisionnelle et le marché va réagir en fonction de cela. Quand j'ai commencé dans le trading, la donnée la plus attendue était la masse monétaire, nous vivions au gré des variations des différents agrégats. Très vite, nous sommes passés à l'inflation, avec ses deux composantes, à la consommation et à la production, CPI (Consumer Price Index) et PPI (Producer Price Index). L'indice de confiance de l'Université de Michigan nous a un jour tous pris par surprise. Alors que personne ne regardait cet indice, un après-midi, tout était calme, la publication de l'indice, qui était totalement en dehors de la fourchette estimée, a provoqué une belle pagaille à la baisse.

A chaque époque, à chaque crise économique correspond une statistique vedette. Juste avant les subprimes, c'était l'inflation à nouveau comme dans les années 80. Pendant la crise, on regardait surtout tout ce qui indiquait la croissance et l'immobilier (les mises en chantiers, les permis de construire...). Maintenant cela reste le chômage publié chaque premier vendredi du mois.

Comme nous l'avons déjà dit, la réaction se fait sur l'anticipation consensuelle du chiffre à publier. Une de mes plus grosses pertes dans le laps de temps le plus court est arrivée suite à un contre-pied. Nous sommes depuis plusieurs jours à la hausse en dollar, misant avec l'accord de la direction une tendance haussière. Cinq millions de

* Voir p. 223 de la présente thèse.

dollar, ce n'est pas une grosse position, mais sur plusieurs jours avec le risque de passer la nuit dessus, c'est déjà des émotions. Depuis deux jours la position est gagnante, mais on vise plus et il y a des chiffres en cascade qui doivent sortir. La question se pose, prend-on le risque de garder la position ou prend-on le bénéfice. Même si jamais personne n'est mort d'un petit bénéfice, on a tous envie de jouer le coup. Erreur grave en terme de discipline. Nous consultons toutes les prévisions et nous arrêtons une stratégie. Si c'est bon, on laisse filer et on ramasse tranquillement notre bénéfice (au plus haut, bien sûr !) ; si c'est mauvais on double à la baisse, pour repartir dans le sens du marché. Avant la publication, le marché avait singulièrement molli et notre éventuel profit aussi. Quand les chiffres sortent, nous sommes loin de la prévision, donc c'est mauvais. On essaye d'avoir des prix, et on double (vente de 10 millions pour être à la baisse de 5) pour repartir dans ce nous pensions être le sens du marché. On regarde la moyenne avec perte incluse, ce n'est pas catastrophique.

Mais voilà, nos malheurs n'étaient pas finis. Tout d'un coup, le marché est reparti dans l'autre sens, nous laissant complètement désespérés. On a fini par prendre la perte sans opter pour un sens ou l'autre. Il y a une règle que nous avons au moins respecté : quand on ne comprend pas, on s'abstient ! On peut se demander pourquoi le marché a rebondi de manière pour le moins inattendue. Tout simplement, d'après les analystes des grandes sociétés, les données publiées étaient mauvaises et pire qu'attendues, mais finalement tout le monde s'est dit que c'était les derniers mauvais chiffres avant de très bons à venir !

Epilogue : la perte a été lourde émotionnellement parlant. Nous n'avons respecté aucune des consignes traditionnelles. Quand on a un profit, on le prend. Nous avons laissé nos émotions nous dépasser et nous avons voulu avoir le gros lot ou rien. Nous avons fini avec moins que rien.

